UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER — FACULTÉ DE DROIT

LE

CHANGE ESPAGNOL

ET SON

AMELIORATION ACTUELLE

THESE POUR LE DOCTORAT

PAR

Georges ROUX

MONTPELLIER
IMPRIMERIE FIRMIN ET MONTANE
MONTANE, SICARDI ET VALENTIN, SUCCESSEURS
Rue Ferdinand Fabre et Quai du Verdanson

1911

LE

CHANGE ESPAGNOL

ET SON

AMÉLIORATION ACTUELLE

UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER — FACULTÉ DE DROIT

LE

CHANGE ESPAGNOL

ET SON

AMELIORATION ACTUELLE

THESE POUR LE DOCTORAT

PAR

Georges ROUX

ACAD.
LUGD.BAT.
BIBL.

MONTPELLIER
IMPRIMERIE FIRMIN ET MONTANE
MONTANE, SICARDI ET VALENTIN, SUCCESSEURS
Rue Ferdinand-Fabre et Quai du Verdanson

1911

UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER

FACULTÉ DE DROIT

MM. Vigié, Doyen, professeur de Droit civil, chargé du cours d'Enregistrement.

Brémond, Assesseur, professeur de Droit administratif.

Glaize, professeur honoraire.

Laborde, professeur de Droit criminel, chargé du cours de Législation et Economie industrielles.

Charmont, professeur de Droit civil.

Chausse, professeur de Droit romain.

Valéry, professeur de Droit commercial, chargé du cours de Droit international privé.

Perreau, professeur de Procédure civile.

Margat, professeur de Droit civil.

Moye, professeur de Droit international public.

Rist, professeur d'Economie politique.

Barthélemy, professeur, chargé du cours de Droit constitutionnel.

Giffard, professeur, chargé du cours d'Histoire générale du Droit.

Morin, agrégé, chargé du cours de Droit Civil approfondi.

Bridrey, agrégé, chargé du cours de Droit romain.

Nogaro, agrégé, chargé du cours d'Économie politique.

Rochette, secrétaire.

MEMBRES DU JURY :

MM. Valéry, *président.*
Chausse,
Nogaro, } *assesseurs.*

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs

LE

CHANGE ESPAGNOL

ET SON

AMÉLIORATION ACTUELLE

CHAPITRE PREMIER

Introduction

L'adoption, à peu près générale aujourd'hui, du monométallisme or, ou du bimétallisme boiteux, ainsi que l'utilisation par quelques Etats de l'Amérique du Sud et d'Extrême-Orient, qui ont procédé aux réformes les plus modernes, du régime du Gold-Exchange-Standard, ont fait à peu près complètement disparaître les pays à monnaie dépréciée.

Aussi, ne souffrent actuellement d'une dépréciation monétaire, que quelques pays à monnaie d'ar-

gent en Extrême-Orient, quelques pays à monnaie de papier dans l'Amérique du Sud. En Europe, on n'a guère à mentionner que la Grèce, le Portugal et l'Espagne.

Les vicissitudes économiques et politiques de ce dernier pays, jointes aux intérêts nombreux qu'y possèdent les Français, ont été des motifs suffisants pour faire de la dépréciation espagnole l'objet d'études nombreuses ; et l'amélioration constante du change, dans ces dernières années, est venue donner à cette question un renouveau d'actualité.

Si l'on voulait retracer toutes les crises monétaires de l'Espagne, c'est en réalité toute son histoire financière au dix-neuvième siècle qu'il faudrait refaire. On constaterait que l'exportation du métal le plus apprécié y a toujours été abondamment pratiquée et que le vieux principe de Gresham s'y est longtemps appliqué avec une inexorable rigueur. Pendant toute une période antérieure à 1867, une législation maladroite a généralement favorisé la fuite de l'argent, si bien qu'à cette époque, l'Espagne se trouvait, malgré elle, à la tête d'une circulation d'or qui atteignait 50 0/0, alors que celle de l'argent était de 4 0/0 seulement. Des erreurs analogues l'empêchèrent, malheureusement, de profiter de l'avantage qu'elle s'était inconsciemment procuré. En effet, à partir de 1868, le rapport entre les deux métaux devint tel que l'on eut intérêt à

exporter désormais non plus de l'argent, mais de l'or, et on le fit jusqu'en 1873 dans la plus large mesure.

Bien plus, en 1873, au moment où les pays de l'Union Latine interdisaient la frappe libre de l'argent, l'Espagne ne la supprima pas, et attendit, pour le faire, 1877.

Il est certain qu'à cette époque, une quantité d'or qu'il est difficile d'apprécier, mais qui dut sûrement être très considérable à cause de la facilité de l'opération, prit le chemin de l'Etranger. Au moment (en 1877) où l'on supprimait la frappe libre de l'argent en Espagne, la circulation devait en grande partie se composer de ce métal, surtout si l'on ajoute que l'Etat ne s'interdisait pas à lui-même les frappes d'argent et, pour diverses raisons, devait les continuer.

Donc, à l'époque où la crise actuelle allait s'ouvrir, l'Espagne, en partie pour solder les déficits de son commerce extérieur (1), en partie parce qu'elle n'avait pu empêcher la sortie de sa bonne monnaie, se trouvait à la tête d'une circulation en grande partie dépréciée. Cependant, cette crise, la seule qui ait fait l'objet d'études spéciales, bien que largement influencée par ces faits lointains, paraît avoir eu d'autres causes plus directes.

---

(1) Barthe y Barthe. — Estudio critico de la crisis monetaria. Madrid, 1905.

Elle se distingue des précédentes en ce qu'elle a lieu à une époque, après 1877, où l'Espagne n'a plus à redouter les exportations purement spéculatives d'un métal au détriment de l'autre, puisqu'elle a adopté le bimétallisme boiteux de l'Union Latine. Elle s'en distingue aussi en ce qu'elle a affecté le change d'une façon très grave et très prolongée.

Régime monétaire de l'Espagne.

Ce qui a contribué à la difficulté de l'étude du change espagnol, c'est précisément son régime monétaire, ou plutôt la différence qui existe entre son régime monétaire théorique et son régime monétaire effectif.

En principe, il est le même que celui de la France : c'est un pays bimétalliste, où on a supprimé la frappe libre de l'argent. La base du système théorique est la peseta, qui est l'analogue du franc d'argent. Il en est de même de la circulation fiduciaire, qui est réglée à peu près par les mêmes principes qu'en France. Les billets y sont convertibles, au gré de la Banque, en or ou en écus de cinq francs. « Cependant, la peseta n'a pas conservé la parité avec le franc : généralement, l'Espagnol qui veut convertir sa monnaie en monnaie française, ne reçoit pas, à beaucoup près, autant de

francs qu'il donne de pesetas, et inversement, le Français qui veut se procurer de la monnaie espagnole, reçoit sensiblement plus de pesetas qu'il ne donne de francs ; les différences dépassent les limite normales du change (gold-points) ; la peseta est donc une monnaie dépréciée. » (1)

La différence provient donc de ce qu'il y a identité en France entre le régime monétaire théorique et pratique, tandis que le régime monétaire légal de l'Espagne est purement théorique. En réalité, il n'y a plus d'or dans la circulation espagnole ; et la Banque d'Espagne, au lieu de rembourser, comme la Banque de France, en or ou en argent, ne paye jamais que dans ce dernier métal. La circulation monétaire ne se compose en fait que d'argent, tandis que nous trouvons en France un stock d'or considérable.

Malgré tout, il est impossible de dire que l'Espagne est un pays à étalon d'argent : car d'abord ce métal n'y est pas admis à la frappe libre, et par conséquent elle ne reçoit pas de payements étrangers en argent ; et elle-même n'est pas réduite à payer ses excédents de dette en exportant son métal blanc. Le système monétaire n'a plus, à vrai dire, de base métallique et ses changes ne sont plus

---

(1) Nogaro — Le problème du change espagnol. Revue Economique Internationale, octobre 1910.

en relation avec les cours des métaux. Comment se déterminent-ils ? Tel est le problème que nous nous proposons d'examiner.

Influence de la situation politique de l'Espagne.

L'état économique et politique de l'Espagne, au dix-neuvième siècle, est un des facteurs généraux dont l'importance ne saurait être négligée, car au milieu des événements qui se sont déroulés, les uns, antérieurs à l'époque qui nous occupe, ont exercé sur la situation actuelle une influence lointaine mais sûre, d'autres, contemporains même de la crise, en ont accru et prolongé la gravité.

Entre l'Europe et ses colonies d'Amérique, l'Espagne avait été pendant trois siècles un commissionnaire gigantesque et obligatoire (1), achetant en Europe ce que demandaient les colonies et se contentant de prélever comme bénéfice des commissions et des courtages. Ce commerce, qui avait laissé d'énormes profits aux négociants et aux armateurs, avait ruiné l'industrie espagnole, incapable de satisfaire même aux besoins du commerce intérieur. Il allait brusquement s'effondrer, en 1820

(1) Routier. — Industrie et Commerce de l'Espagne, 1901.

et 1825, par la révolte des colonies américaines et la déclaration de leur indépendance.

Plus proche de nous, à un moment où, sous une régence, le gouvernement était encore plus faible que par le passé, des événements graves et ayant eu une influence immédiate se sont déroulés.

Tout d'abord, l'insurrection cubaine, en 1895, ensuite la guerre Hispano-Américaine ont achevé de déposséder l'Espagne à l'extérieur et ont provoqué à l'intérieur, sur les finances, un malaise long à dissiper. Leur influence sur le change a été considérable, surtout dans un pays où la crise sévissait déjà depuis longtemps.

L'Espagne avait donc perdu son domaine colonial, qui constituait une des sources les plus visibles de ses bénéfices, et, financièrement, elle se trouvait, en partie grâce à ses fautes, à la tête d'une circulation monétaire qui ne pouvait, sauf grande perte, être utilisée que pour les règlements intérieurs.

Qu'est-ce que la dépréciation ?

Avant d'entrer dans l'étude directe du problème, il paraît utile de déterminer ce qu'est exactement la dépréciation. Cette question est capitale, puisqu'on a souvent résolu les problèmes de change par cette réponse : Le change est défavorable parce que la monnaie est dépréciée.

Cette solution établit une différence essentielle entre la dépréciation et le change. Elle suggère l'idée d'une dépréciation en soi. En réalité, il a pu en être quelquefois ainsi, au moment, par exemple, des assignats révolutionnaires. On pouvait alors dire avec raison qu'il y avait dépréciation en soi de cette monnaie, en ce sens qu'il y avait dans la vente des marchandises un prix différent, suivant que l'on payait en monnaie métallique ou en assignats. Mais dans les cas actuels de dépréciation, on n'a pas assisté à un pareil dédoublement de prix, et quand on se demande par rapport à quoi la monnaie espagnole est dépréciée on constate que c'est uniquement la monnaie intérieure qui est dépréciée par rapport à la monnaie extérieure, l'or.

Dans ce cas, la dépréciation n'apparaît qu'au moment où l'on veut convertir une dette payable en monnaie intérieure en une dette payable en monnaie internationale. La dépréciation « s'évalue uniquement d'après la prime variable exigée pour convertir la monnaie intérieure en moyens de règlements sur l'extérieur. Or, dans cette hypothèse, *ce n'est pas par suite de la dépréciation que le change est instable.* C'est au contraire *parce que le change est instable que nous constatons une dépréciation* (1) : elle apparaît à l'occasion d'une opé-

(1) Nogaro. — Dernières expériences monétaires et la théorie de la dépréciation. Rev. Econ. Internat. sept. 1908.

ration de change, en vertu de la difficulté éprouvée à se procurer des moyens de règlements sur l'Etranger ». Quant à cette difficulté elle-même, elle ne dépend pas essentiellement de la nature de la monnaie. N'y eût-il qu'une circulation exclusivement composée de papier et dépourvue de toute valeur à l'Extérieur, ou de monnaie d'argent privée à l'extérieur de son cours légal, la dépréciation n'apparaîtra pas nécessairement si la balance des comptes est constamment créditrice. Elle ne dépend pas non plus, du moins directement, de la quantité de la monnaie intérieure : une raréfaction de cette monnaie intérieure, alors même qu'elle en accroîtrait la valeur aux yeux des habitants du pays, ne l'empêche pas d'être sans utilité pour les étrangers, lorsqu'ils ne sont pas débiteurs ; tandis que les habitants continuent, pour régler leurs soldes, à payer une prime pour obtenir la monnaie extérieure.

La difficulté de payement à l'extérieur, qui donne naissance à cette prime, apparaît lorsque les moyens de règlements sont insuffisants pour faire face aux besoins. « La dépréciation n'a alors d'autre mesure que la prime sur la monnaie extérieure, sur l'or, ou autrement dit la perte au change. *Elle n'a pas non plus d'autre existence* : dépréciation et perte au change sont donc des expressions synonymes qui désignent un même phénomène. »

Telles sont les conclusions auxquelles il semble que l'on aboutit logiquement ; nous verrons cependant qu'elles ont été perdues de vue par la majorité des auteurs.

CHAPITRE II

L'EXPLICATION QUANTITATIVE

I. — Les faits.

Quoique la situation monétaire de l'Espagne ait été critique à peu près depuis le début du dix-neuvième siècle, le cours du change resta longtemps sans en être trop affecté. Le bimétallisme, qui était le système à peu près général en Europe, permettait d'exporter indifféremment l'or ou l'argent. Les cours restèrent dans le voisinage du pair depuis l'année 1875, où nous commençons à avoir des renseignements précis, et le change atteignit 2,50 seulement en 1885, et 3,25 en 1889. Après des hausses (1) successives, il passe de 6.56, en juil-

(1) Nous employons le mot *hausse* dans le sens de *change défavorable* pour l'Espagne et *baisse* dans le sens d'*amélioration du change espagnol*, étant donné que Paris donne l'incertain à Madrid et en reçoit le certain.

let 1891, à 12.50 en novembre. Il s'élève, en 1892, à un maximum de 18.15 en avril, avec une moyenne annuelle de 15.42. atteint 23.07 en novembre 1893 et se tient aux environs de 20 en 1894. Après un léger infléchissement, 9.70 et 8.55, en février et mars 1895, il repart et arrive graduellement à 25.20 en fin 1896.

A partir de ce moment, les moyennes annuelles augmentent et sont de

1897	29.60	1901	38.15
1898	53.85	1902	35.53
1899	24.80	1903	35.05
1900	29.55	1904	27.00

Mais si ces moyennes sont déjà élevées, les maximums n'y apparaissent pas, et les chiffres que nous citons ont été de beaucoup dépassés. C'est ainsi qu'en mai 1898, le change s'est tenu au-dessus de 115 0/0, et que pendant trois mois la moyenne a dépassé 75 ; qu'en 1901, où la moyenne fut de 38.15 pendant trois mois, le change a été au-dessus de 42.

II. — L'explication quantitative

La théorie à laquelle on s'est généralement rattaché, jusqu'à ces dernières années, pour expliquer les diverses crises de change et notamment la crise espagnole, est une théorie classique.

Vieille de plusieurs siècles, elle semblait avoir reçu une éclatante confirmation à l'époque des assignats révolutionnaires, dont la dépréciation fut évidemment due à des émissions exagérées. Elle est en somme simple et peut se résumer en deux propositions essentielles. La première est celle-ci : la monnaie est une marchandise ; et la deuxième : comme telle, elle est soumise à la loi de l'offre et de la demande. La deuxième proposition se rencontre aussi sous une forme un peu différente : La monnaie, dit-on, a une valeur d'autant plus grande qu'elle est plus demandée et d'autant plus demandée qu'elle est moins abondante ; sa valeur est en raison inverse de sa quantité.

Plusieurs auteurs ont essayé d'appliquer ces idées à la crise espagnole. Ils reconnaissent bien qu'il n'y a eu perte, au change de la peseta, qu'à partir du jour où l'or, seule monnaie actuellement utilisable pour les règlements extérieurs, n'a plus existé dans la circulation espagnole ; mais ce n'est là pour eux qu'une cause apparente de la crise. Car en vertu de la théorie quantitative de la monnaie, les prix, dans chaque pays, se modifient, de telle sorte qu'il se produit un transfert de numéraire des pays où il est trop abondant dans ceux où il n'est pas en quantité suffisante ; et ce drainage du numéraire a lieu jusqu'à ce que l'équilibre soit rétabli. « Sous l'influence des principes qui régissent la balance des règlements internatio-

naux, l'or serait donc certainement revenu, si une cause étrangère n'était venue l'en empêcher. » (1)

Cette cause est la dépréciation de la monnaie. La monnaie étant, par définition, une marchandise, c'était une mauvaise marchandise. Nous avons vu, en résumant le système monétaire espagnol, que la circulation est à peu près uniquement composée d'argent et de papier ; c'est donc cette quantité d'argent trop abondante, jointe à une circulation fiduciaire exagérée, qui ont chassé l'or ; et leur augmentation a aggravé la crise en empêchant le retour de ce métal.

La cause finale de la crise est bien la surabondance et la mauvaise qualité de la monnaie qui ont entraîné sa dépréciation, et le seul moyen d'y mettre fin est d'en restreindre la quantité.

Cependant, parmi les auteurs qui se sont occupés du change espagnol, il y a des distinctions à établir. Les uns se sont attachés exclusivement à la théorie que nous venons de résumer ; d'autres, tout en concédant la prépondérance aux influences monétaires, n'ont pas nié que d'autres facteurs ont pu agir sur le change et se sont surtout très sensiblement éloignés des premiers dans leurs conclusions.

Dans le premier groupe, figure tout d'abord M.

(1) Mitjavile. La livre du change en Espagne. Thèse, Bordeaux 1903.

Germain (1), qui a exposé ses idées dans un article du *Temps*, dont le retentissement fut assez grand. Il prend exactement pour base la théorie quantitative, et indique très nettement que, pour lui, dans un pays soumis au régime du papier-monnaie, la balance du commerce n'exerce aucune action. « La statistique nous a montré, dit-il, que l'excédent des importations ou des exportations n'exerce aucune influence sur le cours du change. Pour ne citer qu'un exemple, il suffit de rappeler que le Brésil, dont le papier-monnaie est si déprécié, a une balance du commerce des plus favorables.

» De même, une encaisse plus ou moins élevée n'exerce aucune influence sur la valeur des billets, car « sous le régime du cours forcé, l'encaisse peut s'approcher ou s'éloigner du chiffre total de la circulation de papier sans que les cours en soient modifiés ». Il montre qu'en 1890, l'encaisse s'élevait à 260.000.000 de pesetas, représentant 35 0/0 de la circulation du papier-monnaie, et le change était à 104. En 1901, l'encaisse s'élevait à 200.000.000 de pesetas, représentant 20 0/0 de la circulation, et le change était à 137.

Il cite encore l'exemple du Portugal et de l'Ita-

(1) Henri Germain. Le change en Espagne, *le Temps*, 2 avril 1902.

lie, mais alors qu'il prétend que l'encaisse n'a aucune influence sur la valeur du billet à cours forcé, il est à noter qu'il nous présente exclusivement des pays où l'encaisse était en majeure partie composée d'argent et où, pour ne parler que de l'Espagne, plus de la moitié des 800.000.000 de pesetas se composait d'argent : or, l'argent a perdu 50 à 55 0/0 de sa valeur nominale.

Un seul facteur a une importance décisive sur le cours du papier-monnaie : c'est l'abondance plus ou moins grande de ce papier. Toutes les fois que son chiffre dépasse les besoins de la circulation, le papier-monnaie se déprécie, et sa dépréciation est en raison directe de sa surabondance. La seule manière de ramener le cours du papier-monnaie au pair est donc de réduire la somme de circulation au chiffre dont le public a besoin.

M. Germain fixe le maximum de la circulation fiduciaire nécessaire à l'Espagne à 1.200.000.000 de pesetas. Après un ingénieux examen des différentes coupures de billets et de leur clientèle, il conclut que dans les pays à papier-monnaie, les coupures de 25 francs et au-dessous représentent au moins 30 0/0 de la circulation. Or, en Espagne, ces coupures ne dépassent guère 10 0/0 ; il faut donc les augmenter de la différence et ajouter 200.000.000 pesetas aux 800.000.000 déjà existant.

Mais ce n'est là qu'une partie de l'opération qui doit, selon la théorie, se terminer par un retrait des

billets. Pour l'opérer, on utilisera la monnaie d'argent, qui, elle, a une valeur intrinsèque, et l'on démonétisera les 450.000.000 pesetas-argent qui composent l'encaisse de la Banque pour acheter de l'or. L'encaisse or se trouvera ainsi portée à 550.000.000 de pesetas. Et on prélèvera la somme nécessaire pour retirer 400.000.000 de pesetas de billets. On réduira ainsi aux environs de un milliard deux cents millions la circulation, qui dépasse aujourd'hui 1.600.000.000. « Retraits de billets et création de petites coupures, telle est la double opération qui s'impose ; et aussitôt que le gouvernement s'engagera dans cette voie, on verra le change s'améliorer et se rapprocher du pair. »

Avant d'examiner la valeur de cette explication, on peut juger immédiatement la solution proposée par l'auteur, qui consiste à créer 200 millions de billets d'un côté pour en retirer 400 de l'autre, et à utiliser pour ce dernier retrait à peu près toute la monnaie métallique de l'Espagne. La réalisation de cette idée aurait eu simplement pour résultat immédiat de laisser la Banque sans encaisse et les billets avec un gage presque nul. Un économiste espagnol écrivait récemment à ce propos : « Il est heureux que l'amélioration du change ait eu lieu sans la démonétisation de l'argent, que l'on avait cru indispensable, car elle aurait été ruineuse pour le Trésor, à qui elle aurait coûté des sommes énormes. »

M. Mitjavile (1) écarte, lui aussi, tout d'abord, l'idée qu'une balance de comptes défavorable ait pu provoquer la crise. Il reconnaît l'importance qu'a prise ce facteur avec la création et le développement des valeurs mobilières, et ne nie pas qu'il n'ait pu avoir sur le change une certaine influence. Mais tout d'abord il lui paraît difficile de connaître réellement l'état de la balance des comptes ; d'ailleurs, même en admettant l'hypothèse d'une balance défavorable, l'or, en vertu des « principes », serait revenu. Son retour n'a pu être empêché que par « une cause prise en dehors de ces principes qui régissent les règlements internationaux » et « la forme exceptionnelle qu'a revêtue la crise du change en Espagne doit trouver son explication dans des causes exceptionnelles. » (2) Cette cause ne peut être que la dépréciation de la monnaie.

La circulation fiduciaire a été exagérée. A ce point de vue, l'auteur adopte les idées de M. Germain et se livre à une critique très serrée des relations de la Banque et du Trésor pendant la crise. Il soutient que l'Etat s'est livré à des émissions, qui n'étaient nullement légitimées par les besoins du pays, mais uniquement par la nécessité de se

(1) Mitjavile. Thèse, Bordeaux, 1903
(2) Mitjavile, p. 78.

procurer des ressources supplémentaires, et il l'accuse, en définitive, d'avoir, par l'intermédiaire de la Banque, « fabriqué de la monnaie et voulu se procurer des capitaux à bon marché. »

Quant à la monnaie d'argent, il n'est pas douteux, pour lui, que l'Etat a utilisé la liberté qu'il s'était réservée pour se livrer à des frappes exagérées de ce métal et masquer ainsi les déficits budgétaires.

C'est cette surabondance de circulation qui a déprécié la monnaie et empêché le retour de l'or. Du reste, M. Mitjavile présente comme « contre-épreuve », un tableau où, sauf les réserves que nous allons formuler plus loin, la concordance entre la hausse du change, les frappes d'argent et l'augmentation de la circulation fiduciaire est frappante. Après quoi, il n'a guère de peine à conclure que la thèse quantitative se trouve justifiée, et que le tableau qu'il établit en est « comme la vérification, qui constitue une preuve non absolue, sans doute, mais aussi suffisante qu'on peut le souhaiter dans une question comme celle que nous traitons. »

Que vaut l'explication quantitative ? La critique de l'article de M. Germain ne se fit pas attendre, puisque quelques jours après sa publication, paraissait, également dans le *Temps*, une lettre de M. Siegfried, où, tout en reconnaissant la valeur de cette étude, et en répétant que l'excès de circulation était bien la principale cause de la dépréci-

tion, l'auteur faisait certaines réserves et indiquait que bien d'autres influences devaient entrer en jeu.

« M. Germain me paraît notamment se tromper, dit-il, quand il prétend que la balance du commerce n'exerce aucune action sur le cours du change. Cela pourrait, à la rigueur, se soutenir, si de nos jours il fallait, comme autrefois, entendre par balance du commerce la différence des importations et des exportations des marchandises passant en douane. Mais aujourd'hui il faut tenir un très grand compte des valeurs mobilières et de leurs coupons, qui sont une véritable marchandise. » (1)

M. Mitjavile s'est rendu compte de l'importance acquise actuellement par la balance des comptes et les valeurs mobilières. Il a également entrevu un facteur que M. Germain passe complètement sous silence, la spéculation. Mais il n'attribue à la première qu'une influence indirecte et secondaire ; quant à la spéculation, elle ne résisterait pas, d'après lui, aux premières mesures sérieuses prises contre elle. La vérité est que tout cela est trop simple, et « la crise du change ayant revêtu une forme exceptionnelle, doit également avoir son explication dans des causes exceptionnelles. » (1)

(1) Jacques Siegfried. *Temps*, 10 avril 1902, le Change Espagnol.

(1) Mitjavile. Thèse, p. 79.

Exceptionnels aussi sont les moyens par lesquels il justifie sa théorie et construit le tableau suivant, qui lui sert de contre-épreuve :

Années	Circulation fiduciaire	Frappe d'Argent depuis 1880	Change
1881....	294 000.000..	0.000....	0.09
.....	.....	.....	....
.....	.....	.....	....
.....	.....	.....	....
1885....	424	148 900....	2 50
.....	.....	.....	....
.....	.....	.....	....
.....	.....	.....	....
.....	.....	.....	....
1890....	736.....	324.200....	4.33
1891....	770.....	362.300....	6.56
1892....	851.....	143.600....	15.00
.....	.....	.....	.....
1894....	944.....	479.000....	22.00
.....	.....	.....	.....
.....	.....	.....	.....
.....	.....	.....	.....
.....	.....	.....	.....
.....	.....	.....	.....
1900....	1 521.....	827.200. ..	30.00
1901....	1 638.....	827.200....	38.00
1902 ..	1.623.....	827.200. ..	35.00

Il eut été difficile que ce tableau ne réalisât pas les espérances de son auteur et ne montrât pas les coïncidences désirables. Pour faire apparaître ses chiffres contradictoires, il suffit de dresser un tableau complet :

(1) Tableau composé par l'auteur sans faire apparaître les années absentes, ainsi que nous l'avons fait.

Années	Circulat. de papiers en mille de pesetas	Frappe d'argent depuis 1875	Change	
1880	227	3.5	0.4	
1881	294	»	1.00	
1882	359	8.3	1.80	
1883	349	27.5	1.60	
1884	365	29.2	1.20	
1885	424	15.7	2.50	
1886	493	9.8	2.20	
1887	**582**	**59.0**	**0.82**	
1888	**567**	**53.2**	**1.68**	
1889	724	23.1	3.25	
1890	736	36.4	4.33	
1891	770	66.6	6.56	
1892	854	41.5	15.42	
1893	902	15.1	18.85	
1894	942	19.4	20.15	
1895	**994**	19.4	**14.85**	
1896	1.031	21.4	20.65	
1897	1 202	33.7	29.60	
1898	1.145	199.9	53.85	
1899	**1 519**	69.6	**24.80**	
1900	1.586	A partir de cette	29 55	
1901	1.633	date suppression	38.15	
1902	1.623	complète des trip	35.70	
(1) 1903	1.608	pes d'argent.	35.25	
1904	1.599	—	36.70	
1905	1.550	—	30.90	
1906	1.530	—	12.75	
1907	1.556	—	11.55	
1908	1.641	—	12.30	
1909	**1.656**	—	**9.90**	(2)
1910	**1.696**	—	**6.55** pendant les 6 premiers mois de 1910	

1 A partir de cette date nous avons composé les moyennes annuelles de la circulation fiduciaire d'après les bilans trimestriels de la Banque d'Espagne fournis par l'*Economiste Européen* et l'*Economiste français* et les moyennes annuelles du change d'après les cours publiés hebdomadairement dans les mêmes journaux.

2) Otto Heyn-Kritische Erorterung des Projekts der Beseidigung des Goldagios. Jahrbücher für national œkonomie und statistik 1903.

L'examen complet des variations du cours du change et l'état de la circulation prouve que, si on ne veut pas s'en tenir à des coïncidences rares bien qu'habilement présentées, le change a subi une ascension graduelle depuis 1881, assez indépendante des frappes qui ont eu lieu en même temps. On remarque surtout que les hausses et les baisses successives contrarient d'une façon singulière les théories échafaudées sur la hausse du change provenant exclusivement d'une surabondance d'argent et de billets.

Ainsi, en prenant pour base l'année 1880, on voit qu'en 1884, la circulation fiduciaire est passée de 227 millions à 365, les frappes d'argent, de 3 millions 5 à 29.5, c'est-à-dire ont augmenté dans la proportion de 1 à 9, et que le change est simplement passé de 1 à 1.20. En 1887, la circulation fiduciaire passe de 494 millions à 582 millions, la monnaie d'argent augmente de 50 millions ; quant au change, il tombe de 2.20 à 0.82 ; en 1888, diminution de la circulation fiduciaire et de la monnaie d'argent, qui n'empêche pas le change de monter de 0.82 à 1.68.

En continuant l'examen de ce tableau, on s'aperçoit que, d'une manière constante, la circulation fiduciaire s'élève, que la circulation d'argent augmente ou diminue de quantités variables mais assez faibles, tandis que le change éprouve une hausse très forte, passant de 14.85, en 1895, à 20.65

en 1896 ; de 29.60 en 1897, à 53.85 en 1898. En 1899, nous constatons une baisse sensible (moyenne, 24.80), alors que la circulation fiduciaire ne cesse de s'accroître et atteint 1.519 millions. Enfin, en 1901, le change est à 38.15, avec une circulation de 1.633 millions, alors qu'il était à 53.85, en 1898, pour une circulation de 1.445 millions.

A partir de 1902, le Gouvernement s'engage à ne plus frapper d'argent, la circulation de papier demeure stationnaire et les cours se maintiennent hauts en 1903-1904-1905. Puis, en 1906, une amélioration brusque se fait sentir, puisque la moyenne annuelle tombe à 12.75. Pour que la théorie quantitative soit justifiée, il aurait fallu que cette baisse concordât avec une diminution de la circulation. Or, il n'en est rien, et le mouvement s'accentue encore. Les moyennes annuelles de 1907, 1908, 1909, 1910 tombent respectivement à 11.55, 12.30, 9.90, 6.55, et cette amélioration, loin d'avoir été précédée d'une restriction monétaire, se produit à un moment où la circulation fiduciaire atteint 1.641 millions.

Le parallélisme annoncé ne s'est donc manifesté qu'à peu près au commencement de la crise, et le tableau complet que nous avons reproduit n'indique nullement que les hausses et baisses du change soient dépendantes de l'état de la circulation fiduciaire et de la monnaie d'argent. Encore devons-nous ajouter, pour rendre compte de certaines concordances, qu'actuellement, dans tous les pays, la

circulation s'accroît d'une façon constante. Dans ces conditions, toutes les fois qu'il y a dans un pays hausse du change, il y a fatalement une corrélation entre l'augmentation constante de la circulation et la hausse momentanée du change (1).

La thèse quantitative ne suffit donc pas à expliquer les causes de la crise espagnole ; elle n'est pas satisfaisante non plus dans ses conclusions. Du moment, en effet, où c'est la surabondance de la circulation qui empêche le retour de l'or, un seul remède peut conjurer la crise : c'est sa restriction.

Malheureusement, nous ne voyons pas comment cette mesure pourra, à elle seule, ramener en Espagne le métal disparu. Les auteurs ne nous le disent guère et aucune expérience ne vient donner de poids à leur simple affirmation. M. Mitjavile dit bien que « la raréfaction de la circulation mettant fin à la dépréciation, il n'y aurait plus de mauvaise monnaie pour chasser la bonne et l'or rentrerait en Espagne. » Mais d'abord, il paraît exagéré de dire qu'actuellement la mauvaise monnaie puisse chasser la bonne, puisque l'interdiction de la frappe libre de l'argent a supprimé les importations purement spéculatives de ce métal ; en second lieu, cette conclusion est insuffisante, car il ne s'agit

---

(1) Voir Nogaro. Problème du change Espagnol.

plus aujourd'hui de défendre une bonne monnaie contre une mauvaise, mais bien de ramener cette « bonne monnaie », l'or, qui a disparu.

Il y a eu dépréciation le jour où, par suite du manque d'or, le change a dépassé les limites du gold point. C'est uniquement parce qu'il n'y avait plus d'or qu'il y a eu perte au change et que l'on a qualifié la monnaie espagnole de monnaie dépréciée. Si donc les partisans de l'explication quantitative avaient voulu prouver que la restriction de la circulation mettrait fin à la dépréciation espagnole, il aurait absolument fallu qu'ils montrent comment cette mesure rétablirait le gold-point.

Nous ne voulons cependant pas prétendre que la restriction de la circulation soit toujours une mesure inutile ; elle peut avoir une certaine valeur dans les cas où il est de toute évidence que l'on a exagéré les émissions. Une monnaie trop abondante peut notamment entraîner des achats trop nombreux à l'extérieur et mettre en déficit la balance des comptes. Nous n'écartons pas, *à priori*, la thèse quantitative, qui peut avoir reçu son application ; mais nous ne croyons pas qu'il soit suffisamment établi que la crise espagnole provienne de la surabondance de circulation. Et nous allons interroger de nouveau les faits.

CHAPITRE III

I. — Causes qui ont entraîné le change au delà du gold-point.

Ainsi que nous avons essayé de le démontrer, dans tous les cas actuels, et notamment en Espagne, la dépréciation n'a d'autre mesure que la perte que doit subir le débiteur au moment où il veut convertir la monnaie intérieure en monnaie extérieure ; dépréciation et perte au change se confondent.

Le cours du change est lui-même réglé par le rapport qui existe à un moment donné, entre les paiements à effectuer à l'étranger et les moyens de règlement dont on dispose. Il dépend de la balance des comptes et du stock de monnaie extérieure disponible.

Il est certain que si, dans un pays, la balance des comptes était *constamment* créditrice, quelle que soit la monnaie qui circule à l'intérieur, il ne

pourrait jamais y avoir de perte au change. Mais cette supposition est toute théorique ; quel que soit l'Etat général de la balance des comptes, *il existe toujours certaines époques de l'année où elle est momentanément débitrice, et cela suffit pour que la spéculation soit toujours ouverte si l'on ne peut opposer aux exigences des vendeurs de change, l'envoi à l'étranger de monnaie extérieure.*

C'est ce qui s'est produit en Espagne, où on n'a commencé à éprouver une hausse anormale du change qu'à partir du moment où l'or a disparu de la circulation.

1° *La fuite de l'or et le bimétallisme.* — Le drainage de la monnaie la plus appréciée fut longtemps en Espagne un commerce fructueux. Le dernier métal que l'on eut intérêt à exporter, non pour payer des dettes, mais simplement pour bénéficier des différences de rapport entre la valeur de l'or et de l'argent, fut précisément l'or. Cette exportation dut commencer vers 1868 et dura jusqu'au moment où, en 1877, on interdit la frappe libre. Quoiqu'il soit difficile d'apprécier les sommes qui sortirent d'Espagne par cette voie, la facilité de l'opération porte à croire qu'elles durent être considérables ; et, en 1876, quelques années avant la crise actuelle, la quantité d'or en circulation devait être fort diminuée.

2° *La balance des comptes.* — Un second facteur de la fuite de l'or consiste dans les déficits prolongés de la balance des comptes.

Deux auteurs cependant, qui ont étudié à plusieurs reprises la question du change espagnol : MM. Théry et Villaverde, tout en reconnaissant son importance, se sont refusés à admettre que la balance des comptes ait été débitrice.

M. Théry (1) reconnaît que d'une façon générale « quand dans un pays le change hausse, c'est qu'il est débiteur de l'étranger », mais il conteste qu'il en ait été ainsi pour l'Espagne.

Il s'appuie sur le fait qu'à diverses époques, notamment en 1900, il a fallu payer à l'étranger des sommes considérables et qu'on l'a fait sans acheter de l'or et sans emprunt. Il a donc fallu qu'on se les procure par des moyens normaux : d'abord par les économies envoyées dans le pays par les Espagnols à l'étranger, par les revenus des Espagnols possédant des titres étrangers et enfin par les sommes laissées en Espagne par les visiteurs étrangers. Dans une autre étude, l'auteur renouvelle le même raisonnement pour la période 1899-1902. Il a fallu, dit-il, que l'Espagne paye pendant cette période 1 milliard à l'étranger. Comment se

(1) Ed. Théry. La question du change en Espagne, 1901. Ed. Théry. Le problème du change en Espagne, 1903.

l'est-elle procuré ? On aurait été obligé, si la balance des comptes avait été déficitaire, de payer en or, et il n'en est pas sorti d'Espagne ; au moyen d'emprunts, et il n'en a pas été fait ; ou en argent, et le douro aurait subi la perte de l'argent sur le marché de Londres. Donc, dit M. Théry, la balance des comptes a été en équilibre, et l'Espagne s'est procuré cette somme par la voie normale.

Pour M. Villaverde (1), les déficits de la balance internationale et les causes monétaires sont liées. Mais « les règles propres aux nations qui jouissent d'une monnaie extérieure et où les oscillations réduites du change ne sont dues qu'aux mouvements de la balance des payements, ne sont plus applicables aux pays qui n'en possèdent pas et où il faut tenir compte depuis l'appréciation de la monnaie ayant cours *jusqu'aux embûches de la spéculation qui accapare et fait renchérir le change* ». Il ne croit pas, ainsi que M. Théry, et pour les mêmes raisons, que la balance des comptes ait été défavorable.

Toutefois, il le nie moins catégoriquement, et on trouve dans son étude de la dépréciation espagnole cette phrase: « une partie de l'or en circulation a dû être retirée pour être employée aux paiements à faire à l'étranger. »

---

(1) Projet de loi publié dans l'*Economiste Européen*, 1903.

L'opinion de M. Théry peut se soutenir si on n'envisage que l'époque actuelle, où il est certain qu'il y a eu une amélioration très sensible, et où même, à de certaines périodes, de 1895 à 1898, par exemple, la balance du commerce qui constitue un des éléments les plus importants de la balance des comptes a été favorable à l'Espagne.

En réalité, M. Barthe (1) qui s'est livré à une étude très approfondie du commerce extérieur de l'Espagne et des divers autres éléments qui composent la balance des comptes : intérêts des valeurs possédées par les étrangers en Espagne, par les Espagnols à l'étranger, etc., arrive aux résultats suivants :

	Débit	Crédit	Solde débiteur
	en millions de pesetas		
1883-1891 . . .	2.616	2.284	332
1892-1895 . . .	1.113	883	225
1896-1902 . . .	1.806	1.715	91
		Total	648

Donc, d'après M. Barthe, non seulement la balance des comptes n'a pas été favorable, mais a été d'une façon constante débitrice.

En tenant compte de ce que nous avons dit de

(1) Barthe y Barthe. Estudio critico de la crisis monetaria. Madrid, 1905.

l'Industrie Espagnole au XIX^e^ siècle, on comprend de suite que le pays devait être beaucoup plus importateur qu'exportateur.

Une seconde raison qui explique l'état des soldes de la balance des comptes est le rapatriement en masse, pendant toute cette période, des titres émis à l'étranger.

Déjà, en 1881, époque à laquelle on commença à ressentir les premiers troubles de la crise actuelle, une hausse de l'escompte à l'étranger rappelait hors de l'Espagne les capitaux placés dans le pays. A Madrid, le taux de l'escompte devait malgré cela rester à 4 0/0 jusqu'en 1888, tandis qu'il avait dépassé ce chiffre à l'étranger depuis septembre 1881 ; aussi, en janvier et février 1882, le change atteignait-il 3,3 (1).

Ce mouvement devait être accentué par une conversion entreprise par M. Gamacho, qui consistait à convertir la série extérieure des obligations de la Banque et du Trésor, ainsi que le 2 0/0 amortissable en 4 0/0 intérieur. Cette opération, destinée à soulager le budget, devait nuire au change, car elle provoqua le rapatriement d'une partie des titres que le marché français trop chargé ne pouvait retenir.

Enfin, la disparition de l'Union Générale amena

(1) Hennike, *op. cit.*, p. 19.

des ventes de valeurs espagnoles sur le marché de Paris, et M. Barthe (1) calcule qu'au total il fallut envoyer au moins 275 millions d'or à l'étranger.

C'est sous ces diverses influences que l'or dut partir d'Espagne. Au siège central de la Banque, l'encaisse or tombait en effet, en 1883, à 32 millions ; il est vrai de dire qu'une partie de cette encaisse avait dû être répartie dans les nombreuses succursales que la Banque avait créées pendant cette période. Mais, quoi qu'il en soit, il n'y avait pratiquement plus d'or en circulation dès cette époque, puisque la banque, après avoir limité ses payements en or, finit par les refuser complètement en 1888 (2).

Le rapatriement de la Rente devait d'ailleurs continuer, soit qu'à partir de ce moment on eût plus que jamais besoin de monnaie internationale, soit que l'on eût intérêt au retour des capitaux simplement pour se faire consentir des avances par la Banque.

A cela, il faut ajouter que diverses causes provoquaient le retour — c'est-à-dire le rachat par des Espagnols — de l'Extérieure : d'abord la différence des cours de cette valeur à Paris et à Madrid, qui donnait lieu naturellement à des arbi-

(1) Barthe y Barthe. Estudio critico de la crisis monetaria, Madrid, 1905.

(2) Hennicke, *op. cit.*

trages en ce sens ; puis le taux très bas des avances sur titres, consenties par la banque d'Espagne, avances à 4 ou 4 1/2 0/0, alors que le taux réel de l'intérêt dépassait 7 0/0 ; enfin, le fait que les détenteurs d'Extérieure avaient des coupons payables en or, constituant une monnaie de plus en plus recherchée. M. Hennicke évalue le montant des rapatriements de titres qui s'est opéré sous ces influences à

240	millions	en 1882
110	—	— 1883
15	—	— 1884
140	—	— 1885
77	—	— 1886
30	—	— 1887
205	—	— 1888
105	—	— 1889
125	—	— 1890
227	—	— 1891
49	—	— 1892 (1).

L'action des valeurs mobilières émises à l'étranger avait donc eu sur la balance des comptes un double effet ; au moment de l'émission, elles avaient agi favorablement en rendant l'Espagne créditrice des sommes émises ; actuellement, au contraire, par leur réimportation et les nécessités

(1) Hennicke, *op. cit.*, p. 45.

de paiements à effectuer, elles contribuaient pour une grande part à rendre les soldes débiteurs et à entraîner la disparition de l'or.

A partir de 1893, le rapatriement des capitaux paraît être terminé en Espagne. La différence des cours entre Paris et Madrid provoque des arbitrages tantôt favorables à l'importation de la rente, tantôt à son exportation, comme en 1894, où elle atteignit 115 millions (1).

En 1895, l'insurrection cubaine, la guerre hispano-américaine, avec les craintes que l'on éprouve et les nouvelles que l'on reçoit, influencent d'une manière désastreuse le change et les valeurs espagnoles. Enfin, en mai 1898, le change atteint 115 0/0. Devant la gravité des événements, la Banque se décide à agir autrement qu'en spéculant elle-même, et elle est obligée, pour contrebalancer l'influence des spéculateurs, d'envoyer de l'or à ses agences de l'étranger.

3° *La spéculation.* — Mais si c'est seulement devant l'extraordinaire hausse des cours que la Banque se décidait à lutter contre la spéculation, il ne faut certes pas croire que celle-ci ait attendu pour agir d'être attirée par les profits élevés que laissait au cours de 115 0/0 le commerce du change.

En réalité, l'or qui restait en Espagne entre les

---

(1) Hennicke, *op. cit.*, p. 40-41.

mains des particuliers était détenu par les banquiers, les changeurs, les hôteliers, etc. En un mot, par tous ceux qui pouvaient recevoir de l'or en paiement et qui savaient qu'au lieu de le laisser librement en circulation, ils trouveraient, grâce aux cours, à le vendre avec une très forte prime.

Ainsi que le montrent MM. Théry et Villaverde, l'accaparement de l'or et des lettres de change fut général, et quoique certains auteurs, pour qui tout le mal venait de l'état de la circulation, aient essayé de le nier, il est certain que ce fait a notablement aggravé la crise espagnole. Tous ceux qui ont pu spéculer l'ont fait. M. Gomez Acebo, dans un discours prononcé le 5 juillet 1901 aux Cortès, dit qu'il existait à ce moment à Madrid, dans les établissements de Crédit, plus de 400 comptes ouverts aux spéculateurs sur le change.

Avec une couverture de 8.000 pesetas au maximum, ces établissements ouvraient, à tous ceux qui en faisaient la demande un compte spécial de 150 à 200.000 francs ; « lorsque le compte est ouvert, les spéculateurs achètent des francs (en numéraire ou en lettres de change) à la baisse, pour les revendre dès qu'une hausse se manifeste. Ils n'ont ensuite qu'à toucher les différences, qui sont parfois considérables ». M. Gomez Acebo ajoute qu'étant allé à la Bourse, il avait demandé « comment étaient les francs ? » On lui avait répondu « aujourd'hui ils vont bien », ce qui voulait dire non pas qu'il y

avait baissé, comme on pourrait normalement le supposer, mais au contraire, qu'on était dans une période de hausse.

La spéculation fausse les prix auxquels devrait s'arrêter naturellement le change ; ils ne sont plus fixés simplement par le rapport qui existe entre les dettes et les moyens de payement, mais par tous mobiles psychologiques qui peuvent agir sur l'imagination impressionnable des spéculateurs ; c'est à elle que nous devons les variations extrêmement brusques que nous avons observées.

L'accaparement proprement dit, à la fois plus sûr et plus prolongé, est encore plus dangereux, portant à la fois sur les espèces et les lettres de change. Il prive le pays des seuls moyens de règlements normaux qui lui restent et qui en circulant librement tendraient à faire baisser le cours du change.

Son action peut empêcher en outre un pays créditeur de voir son change s'améliorer et atteindre le pair. C'est ce qui s'est passé pour le Brésil, où chaque année, après la récolte du café et sa vente, un chiffre très élevé de lettres de change étaient créées et étaient immédiatement achetées par des accapareurs ; ceux-ci profitaient de leur position de détenteurs à peu près uniques de change pour vendre à la hausse pendant toute l'année, et le pays, tout en étant créditeur de sommes importantes, se

trouvait réduit à payer une prime sur la monnaie extérieure.

Un fait analogue a pu se produire pour l'Espagne, où, pendant certaines années, notamment en 1896, 1897 et 1898, le pays a eu une balance commerciale favorable. Ce fait aurait pu se traduire par une baisse que l'on n'a pas constatée. Si les cours sont restés aussi hauts, il faut en voir en partie la raison dans l'accaparement, grâce auquel le marché n'étant pas libre, n'a pas été réglé par l'offre et la demande, et dans l'attitude des spéculateurs qui profitaient de la gravité des événements extérieurs et de l'anxiété qu'ils provoquaient dans le pays pour demander des prix encore plus élevés.

II. — Causes qui ont limité les oscillations du change.

Quand on résume les faits que nous venons de signaler : drainage spéculatif de l'or pendant la période antérieure à la crise, déficits de la balance des comptes, causés par la supériorité des importations et le rapatriement des titres et en dernier lieu l'accaparement et la spéculation auxquels se sont livrés les Espagnols, on se demande comment, en l'absence de l'or, la hausse du change n'a pas atteint toute la dépréciation de l'argent-métal.

Le Gold-point n'existant plus, on se demande pourquoi il n'a pas été remplacé par un Silver-point et pourquoi les banquiers, sachant que les débiteurs s'ils n'avaient pas d'or seraient obligés de supporter toute la perte de l'argent, n'ont pas essayé de faire payer à ceux qui venaient leur demander du change une somme à peu près équivalente à la dépréciation de ce métal ?

Il est en effet curieux de constater que les oscillations du change n'ont pas atteint le silver-point, et on arrive à se poser, sous une autre forme, et pour d'autres raisons, la question de M. Théry : pourquoi, étant donné que la balance des comptes était débitrice, au moins à certaines époques, le change est-il resté aux environs de 30 0/0 et n'a-t-il pas atteint 200 0/0 ?

Les valeurs mobilières et le change. — Il faut en voir la raison dans l'importance des valeurs mobilières et dans leur utilisation sur le marché extérieur.

Déjà, pour une période antérieure à la crise actuelle, M. Barthe (1) signale leur rôle. Evaluant l'importance du commerce extérieur de l'Espagne, entre 1850 et 1867, il estime que le solde débiteur de la balance commerciale de l'Espagne a été

(1) Barthe y Barthe, Estudio critico de la crisis monetaria, p. 29.

pour cette période de 1.308 millions. Dans ces conditions, dit-il, même en admettant que ce chiffre soit quelque peu exagéré, toute la monnaie métallique de l'Espagne aurait émigré, si un élément étranger n'était pas venu en limiter l'exportation : cet élément nouveau, ce sont les valeurs mobilières. C'est, en effet, l'époque des grandes entreprises industrielles, dont les capitaux furent à peu près complètement émis à l'étranger et rendirent l'Espagne momentanément créditrice des sommes émises et lui permirent de compenser les soldes débiteurs de son commerce extérieur. Ce furent en particulier les actions et obligations émises par les principales compagnies de chemins de fer, dont les émissions atteignaient, à la fin de 1867, les sommes suivantes :

Cie des chemins de fer de Madrid, Sarragosse et Alicante.	
240.000 actions de capital, importance nominale	111.000.000
989.360 obligat. d'un cap. nominal de 469.916.000.	
Capital effectif. , ...	235.043.108
Cie des chemins de fer du Nord de l'Espagne.	
200.000 actions	95.000.000
618.516 obligations capital effectif.	189.195.625
TOTAL. . . .	583.538.783

A ce chiffre, il faut ajouter le montant des emprunts extérieurs nombreux. Le premier, entrepris en 1857, donne un produit de 660 millions de pesetas. L'importance de ces emprunts atteignait, en 1876, 2.406.172.000 pesetas, dont la plus grande partie avait été placée à l'étranger.

Ces emprunts contribuèrent à combler les déficits en rétablissant d'une façon momentanée l'équilibre de la balance des comptes.

Une sage utilisation des sommes ainsi acquises à l'étranger, l'amélioration de son commerce et de son industrie auraient peut-être permis à l'Espagne d'éviter en partie la crise actuelle ou tout au moins d'en diminuer la gravité.

Malheureusement, on ne fit à peu près rien en ce sens, et les valeurs mobilières qui avaient primitivement crédité la balance des comptes, vinrent ensuite l'alourdir et augmenter les déficits.

Il fallut, en effet, payer les dividendes et les amortissements des actions et obligations. M. Barthe estime que, de 1881 à 1902, les sommes versées à l'étranger pour dividendes et amortissements d'actions et obligations d'entreprises industrielles égalèrent 1.125 millions de pesetas, et pour le payement des intérêts de l'Extérieure, 1.551 millions, soit au total 2.676 millions.

De plus, un grand nombre d'entreprises secondaires, mines, etc., étant uniquement exploitées avec des capitaux étrangers, ne rapportent guère à l'Es-

pagne que le prix d'achat de la mine, etc., la main d'œuvre et une partie du transport, assez souvent effectué par les moyens propres des Compagnies.

Ainsi, après avoir permis de combler, sans envoyer de métal à l'étranger, les déficits de la balance commerciale, les valeurs mobilières, par les payements d'intérêts qu'elles entraînèrent et leur rapatriement, eurent sur la balance des comptes un effet contraire.

Mais ce que nous voulons plus spécialement déterminer ici, c'est le rôle joué par les valeurs mobilières internationales à partir de 1890, au moment où l'absence de l'or dans la circulation amena le change bien au delà des limites du gold-point.

Il est certain que c'est, en partie, grâce à leur *utilisation comme monnaie extérieure,* qu'il dut à ce moment de ne pas subir toute la dépréciation de l'argent métal.

M. Barthe (1) indique très nettement comment l'Extérieure 4 0/0 fut pendant longtemps et jusqu'à l'établissement de l'affidavit, l'objet d'achats et de ventes nombreux pour compte espagnol, toutes les fois que les virements manquaient sur Londres, Paris ou Berlin.

M. Hennicke (2) confirme ce fait, et dans un gra-

---

(1) Barthe. Estudio critico de la crisis monetaria, Madrid, 1905, p. 65.

(2) Hennicke, *op. cit.*, appendice.

phique fort instructif, montre clairement que jusqu'à l'établissement de l'affidavit, il y eut un parallélisme complet entre les différences de côte de l'Extérieure, à Paris et à Madrid, et le cours du change.

On peut dire, non sans raison, qu'en vertu des arbitrages, il y avait actions et réactions réciproques entre le cours du change et celui des valeurs cotées à l'étranger.

Nous croyons cependant pouvoir dire que c'est le cours de ces valeurs que l'on doit considérer, à cette époque, comme constituant la limite maxima du change. En effet, les banquiers espagnols, chargés d'effectuer des règlements à Paris, envoyaient comme couverture, à leurs correspondants parisiens, lorsqu'il ne leur restait plus d'effets de commerce, des coupons et des titres payables en or. Ces titres, reçus en couverture, étaient liquidés en cas de besoin, et les conditions auxquelles ils étaient vendus constituaient, en somme, le prix auquel les débiteurs espagnols parvenaient à se libérer à Paris.

On comprend dès lors aisément les oscillations brusques et presque quotidiennes des cours à cette époque. Puisque la limite était constituée par le cours de l'Extérieure, tout ce qui agissait sur cette valeur devait, par contre-coup, agir sur le change (1). Il se trouvait soumis non plus seulement à

(1) Cf. Nogaro. Le Problème de change espagnol.

l'influence de l'offre et de la demande, mais à tout ce qui agit sur les fluctuations d'une valeur en Bourse, depuis les événements les plus importants jusqu'aux nouvelles les plus contradictoires.

Nous n'avons plus à nous étonner de la hausse de 1897-1898, survenue à un moment où la balance commerciale de l'Espagne se trouvait créditrice, mais où les événements extérieurs, la guerre hispano-américaine, faisait tomber la rente extérieure à 59 et même à 30.20 le 5 mai 1898.

Un fait important confirme d'ailleurs cette interprétation. Le parallélisme observé entre les cours de l'Extérieure et du change a cessé brusquement, quand, en 1899, le gouvernement espagnol, pour diminuer ses charges, décida, par l'établissement de l'affidavit, de ne payer en or que les coupons de dette Extérieure qui étaient entre les mains des étrangers, et seulement en argent celle qui appartenait aux Espagnols.

Cette mesure enlevait précisément à l'Extérieure le caractère de monnaie internationale qu'elle possédait et la transformait, du moins pour la partie qui appartenait aux Espagnols, en rente intérieure, et le payement des coupons en argent la rendait impropre aux transactions sur les marchés étrangers.

On aurait pu craindre à ce moment que le change, en perdant la valeur qui avait jusqu'ici limité ses cours, n'eût à subir désormais la dépréciation

de l'argent. En réalité, malgré un mouvement de hausse assez vif (24.80 en 1899 et 38.15 en 1900), il n'en fut rien. Quoique la rente Extérieure ait constitué pendant longtemps, en Espagne, la valeur internationale par excellence, les valeurs industrielles proprement dites avaient déjà été utilisées.

Les valeurs émises primitivement par les grandes Compagnies de chemins de fer, ainsi que celles qui le furent par la suite, avaient été soumises au même courant de réimportation que l'Extérieure et faisaient l'objet d'incessantes spéculations sur la place de Barcelone. Il faut y ajouter les actions et obligations des Compagnies fondées depuis, ainsi que les valeurs industrielles cotées à l'étranger, et dont les coupons, payables en or, étaient utilisés pour les règlements extérieurs.

D'ailleurs, antérieurement à l'établissement de l'affidavit, un certain nombre d'Espagnols s'étaient fait ouvrir, dans des banques françaises ou anglaises, des comptes courants importants, et continuaient même, paraît-il, à acheter de l'Extérieure sous nom étranger.

En résumé, le change resta donc soumis à l'influence très étroite des valeurs mobilières, jusqu'à ce que le Trésor, en 1903 *et* 1904, *entreprît de l'améliorer par son intervention directe, et contribuât à lui donner, comme nous le verrons, une norme plus stable.*

Avec cette interprétation, nous comprenons exactement pourquoi, ainsi qu'on l'a souvent constaté, les moindres bruits de réformes, l'arrivée d'un ministre des finances désireux d'enrayer la crise, aient eu sur le change des influences très réelles. Toutes ces nouvelles, en même temps qu'elles effrayaient les spéculateurs, provoquaient à la Bourse la hausse ou la baisse des valeurs espagnoles et, par contre-coup, celle du change.

III. — La question de la circulation.

Les raisons pour lesquelles l'or s'est enfui, et celles qui l'ont empêché de revenir, drainage du numéraire, déficit de la balance des comptes et spéculation, rendent suffisamment compte de la dépréciation espagnole.

Les écrivains classiques n'ont cependant admis qu'une seule cause à la crise : la surabondance de la circulation. Tout en remarquant que ce facteur expliquait insuffisamment les faits, nous ne l'avons pas écarté *à priori* ; aussi, avons-nous à nous demander si réellement il y a eu surabondance de circulation et quelle a pu être son action ?

Il paraît d'abord évident que, dans un pays, la circulation ne peut être augmentée au seul gré de la Banque ou du Trésor.

Les billets n'entrent dans la circulation que par

suite de l'escompte ou d'avances sur titres, soit aux particuliers, soit au Trésor.

Considérons d'abord les avances aux particuliers. Il faut noter que les opérations de la Banque d'Espagne se sont augmentées considérablement à partir de 1880, par suite de la création de succursales dans toute la péninsule. L'émission des billets s'en est trouvée tout naturellement accrue, tandis que l'or déposé dans les succursales refluait à l'établissement central de Madrid.

Jusque là, l'émission ne pouvait guère affecter défavorablement le change ; au contraire.

Mais ensuite, contrairement à ce qui doit se passer dans toute période de crise, la Banque d'Espagne eut le tort de maintenir le taux de l'escompte à 4 et même 3.50 0/0, et consentit des avances sur titres à des prix également très bas.

Ces dernières opérations eurent sur le change de mauvais résultats, non à cause des émissions de billets qui les accompagnaient, mais parce que le taux minime des avances sur titres favorisait d'une façon inopportune le rapatriement des valeurs espagnoles souscrites à l'étranger et rendait ainsi la balance des comptes débitrice.

Il faut remarquer aussi que les besoins du commerce et de l'industrie se sont considérablement développés dans toute cette époque, nécessitant une circulation plus grande, et qu'en Espagne, les moyens de règlements perfectionnés supprimant

l'emploi de numéraire étaient peu employés. Si l'on compare la circulation espagnole avec celle des autres pays, on constate que l'augmentation a été constante partout et la différence que l'on trouve est beaucoup moins dans la surabondance de la monnaie fiduciaire, que dans l'insuffisance du stock d'or disponible.

Quant aux avances de la Banque au Trésor, pendant cette période, on les a beaucoup critiquées, et assurément elles ont donné lieu à des émissions de billets *anormales*, sans toutefois que l'on puisse dire dans quelle mesure elles ont pu agir sur le change. D'autre part, comme le reconnaît M. Villaverde, il faut tenir compte des services que la Banque a ainsi rendus au pays en lui permettant de subvenir à des dépenses extérieures énormes.

Il faut reconnaître que c'est grâce à ces avances que le Trésor a pu traverser la crise sans être financièrement réduit à une situation fâcheuse, et que, par son aide, la Banque lui évita des emprunts extérieurs qui auraient été désastreux.

En résumé, même en accordant à la circulation intérieure toute l'importance qu'elle peut avoir, on peut conclure que sa surabondance en Espagne est moins prouvée qu'on ne l'a dit. Si certaines émissions ont été faites pour aider le Trésor dans des circonstances difficiles, elles ont nui au change, plutôt en vertu d'un motif psychologique résultant

de ce qu'on était persuadé de sa dépendance avec la circulation que par leur influence réelle.

Si l'or n'est pas revenu en Espagne, ce n'est pas parce que la surabondance d'argent ou de papier rendait impossible son retour, mais simplement soit parce qu'l'état de balance des comptes ne le permettait pas, soit parce que le peu qui revenait, au lieu de rentrer dans la circulation au pair, était accaparé pour servir aux payements extérieurs.

Nous verrons plus loin que les premières mesures qui eurent d'heureux résultats ont consisté, non pas à restreindre la circulation, mais à fournir des moyens de règlements sur l'étranger.

CHAPITRE IV

L'Amélioration Actuelle

Depuis 1902, une tendance nouvelle s'est manifestée en Espagne, par la baisse, faible d'abord, puis très appréciable du change. Les partisans de la thèse quantitative, qui n'ont guère pu justifier leur croyance à une corrélation entre l'augmentation de la circulation et la hausse du change, auraient peut-être pu chercher ici la contre-épreuve qui leur manquait. Il aurait fallu pour cela qu'à une baisse du change correspondît une restriction de la circulation. Malheureusement, c'est le fait tout à fait inverse qui s'est produit, puisque le change est passé de 38, en 1903, à 6.50, en juillet 1910, et que la circulation fiduciaire était à cette époque de 1.686 millions, soit 228 millions de plus qu'en 1898, où le change était à 53 0/0.

Cette phase nouvelle de la dépréciation espagnole a débuté en 1903, où le change part de 38, pour être à 27 en juin 1905. En 1906, après avoir coté 25.22,

17 et 15, les cours tombent, le 10 mai, à 6.50, prix qui n'avait pas été atteint depuis longtemps, et qui, d'ailleurs, ne dura guère ; mais la moyenne annuelle fut de 9.50.

En 1907, se dessine un léger mouvement contraire, mais d'une amplitude infiniment moindre que les précédents, puisque le cours le plus élevé est 11.50 en mai 1907. La baisse reprend bientôt et atteint 11.50 en mai 1908, 10.10 en juillet 1909, 8.50 et 7.95 en décembre 1909, et se tient à une moyenne de 6.50 en juillet 1910.

Ces cours sont encore anormaux, la crise, moins grave, existe toujours, mais nous sommes bien loin de ceux qui ont été pendant longtemps pratiqués. Il y a eu amélioration, et, fait remarquable, cette amélioration s'est produite sans qu'aucun des systèmes de réforme préconisés ait été entièrement appliqué. Elle a été, peut-on dire, naturelle ; si l'on entend par là que l'on s'est borné simplement à prendre les mesures que semblaient réclamer les nécessités du moment, sans avoir des vues d'ensemble, mais en remédiant à la situation peu à peu et au hasard des ministères.

L'intérêt des mesures prises, on le comprend, est très grand, puisque c'est grâce à elles que l'on a obtenu les cours actuels. Il faut donc qu'elles aient véritablement atteint le mal et que leur efficacité ait été suffisante pour venir à bout d'une situation embarrassée depuis si longtemps. Si ces mesures

concordent avec les principes que nous avons admis, nous aurons alors une contre-épreuve réelle, la seule qui soit suffisante pour établir l'autorité d'une théorie.

Une correspondance financière hebdomadaire (1) nous a permis de suivre pour ainsi dire pas à pas les diverses réformes tentées.

On peut les diviser en deux parties, assez nettement différentes. Une première période, qui s'étend de 1902 à 1905, est marquée par les premiers essais de réforme et deux tentatives importantes : le syndicat des francs et le payement en or des droits de douane. La deuxième est à peu près exclusivement remplie par l'intervention directe du Trésor.

I. — 1902 à 1905.

L'établissement de l'Affidavit, en 1898, avait facilité la spéculation en enlevant au marché la valeur internationale par excellence, l'Extérieure. Pendant les quelques années qui suivent, nous assistons à un soulèvement de l'opinion publique en Espagne contre la hausse du change.

On l'accusait, entre « autres méfaits », d'être cause du renchérissement général des subsistan-

(1) *Economiste Européen*, 1901-1910.

es, ce qui était loin d'être tout à fait inexact (1) ; et comme, d'autre part, on n'avait plus à s'inquiéter des questions extérieures, les difficultés étant momentanément réglées, on se mit à demander des réformes.

La première mesure prise fut, en 1901, l'interdiction que l'Etat se donna à lui-même de frapper désormais des pièces d'argent. Cette réforme, toute négative, était loin d'être décisive, mais elle témoignait du désir de revenir à une saine politique financière. Désormais, l'Etat ne pouvait plus masquer les déficits budgétaires par les bénéfices réalisés sur la frappe.

D'autre part, cela rassurait pour l'avenir le plus grand nombre de ceux qui étaient persuadés que la hausse provenait de l'inflation de la circulation.

C'est également en décembre 1901 que parut le projet de réformes de M. Urzaiz, projet fort imparfait, et qui n'eut aux Cortès aucun succès. Mais M. Bourgarel constate (2) que le dépôt seul du projet, avant d'avoir reçu aucune espèce de réa-

(1) Le renchérissement des prix est en effet un phénomène assez général dans les pays à monnaie dépréciée, il s'explique facilement par le fait que la prime du change grève tous les objets importés et par répercussion beaucoup d'autres.

(2) Bourgarel. *Economiste Européen*, 1901.

lisation, a suffi à faire baisser le change. Ce dernier, qui, depuis le début de 1901, était à 37 et 38 et avait atteint en août et septembre 42 et 43.50, passe à 36.35 et 34.90 au début de 1902.

Nous voyons apparaître ici un des côtés les plus intéressants de la question, et qui prouve bien, ainsi que nous le signalions, toute l'importance du rôle de la spéculation dans cette crise : c'est que toutes les fois qu'il sera question de réformes, le contre-coup immédiat sera la baisse des cours.

Les spéculateurs, en effet, craignent que le gouvernement ne stabilise le change à un taux plus bas que celui auquel ils l'ont acheté, ils ont vaguement peur d'un retour de l'or et ils s'empressent de vendre au prix qu'ils trouvent.

Cette première manifestation du rôle de la spéculation ne fut ni très durable, ni très importante, à cause du peu de succès du projet. Nous la retrouverons bientôt plus nettement caractérisée.

En 1902, les réformes annoncées restent stationnaires et nous notons simplement que l'Etat, par le texte de la loi sur la circulation fiduciaire, manifeste l'intention de donner à la Banque d'Espagne toute son indépendance, en remboursant, par une série d'emprunts extérieurs, les pagarez qu'elle détient. Un premier emprunt eut même lieu immédiatement, qui fut couvert 16 fois. Mais comme la Banque elle-même fut un des gros souscripteurs, il n'y eut pour le moment rien de changé.

En août 1903. M. Villaverde succède à M. Rodriganez comme ministre des finances. Immédiatement apparaît le projet de restauration du change dont nous avons parlé. Ce projet, très bien accepté, devait causer une peur intense aux spéculateurs, d'autant plus qu'à ce moment la Banque d'Espagne se mettait à vendre du papier sur l'étranger et qu'on voulait voir dans cette opération un essai du bureau de change dont il était question dans le projet.

Le correspondant de l'*Economiste européen* constate l'affolement. « Les spéculateurs, dit-il, vivent au jour le jour, négociant immédiatement leurs achats de change. Banquiers et cambistes ne gardent leur papier que le temps de trouver preneur. »

Les observations qui concernent la spéculation sont très concordantes. C'est ainsi que pendant la semaine qui suit la démission de M. Villaverde, le change est passé de 33.90 à 35.10. Au mois de juillet, M. Villaverde revient au pouvoir, et immédiatement après le dépôt de son projet, en octobre, les cours tombent de 36 à 31.25, 32 et 33. En décembre, M. Villaverde est renversé ; c'est M. Osma, qui a critiqué le projet, qui le remplace au pouvoir ; immédiatement, le change passe, du 3 au 10 décembre, de 33.80 à 35.95 et 36,10.

Le mouvement est donc très net : dès qu'on présente un projet qui pourra restreindre les bénéfi-

es de la spéculation, le change baisse ; dès qu'on le retire ou qu'il disparaît par la chute de son auteur, le change hausse.

Sous le ministère de M. Osma, que l'on sait opposé au projet Villaverde, la spéculation essaye de regagner les bénéfices qui lui ont échappé l'année précédente. Nous lisons textuellement ceci (1) : « Les banquiers ont imposé leurs conditions à un tel point qu'il a été impossible, pendant quelques jours, d'acheter les sommes dont on avait besoin. » Les cours atteignent à ce moment 39. Cependant, M. Osma, se rendant peut-être compte de l'impopularité qu'allait lui attirer la nouvelle hausse, essaye de faire quelque chose d'utile. Il décide la Banque d'Espagne à livrer de l'or, mais la quantité cédée fut trop insignifiante pour avoir un résultat quelconque.

La seule opération qui exerça une influence réelle fut, en septembre, l'émission d'obligations des chemins de fer du nord de l'Espagne, qui créèrent des disponibilités en rendant l'Espagne créditrice des sommes émises à l'étranger.

Cet événement se produisit au moment des récoltes, où il y a toujours, en Espagne, une création de change sur l'étranger plus importante ; c'est pourquoi les cours, qui avaient atteint 39 en mars 1904, clôturent en décembre à 34.21.

(1) *Economiste Européen*, avril 1904.

Syndicat des francs. — En 1903, cependant, avait eu lieu la création la plus intéressante qui ait été tentée en Espagne : le syndicat des francs. Ce syndicat était une union privée de gros acheteurs de change. La Banque d'Espagne y entrait pour 12 0/0 ; la compagnie des chemins de fer du nord de l'Espagne pour 37 0/0 ; les Andalous (Compagnie de chemins de fer) pour 8 0/0. La Banque d'Espagne ouvrait un crédit de 50 millions à l'étranger, garanti par la Banque d'Espagne, la Banque de Paris et le Crédit Lyonnais. Le but du syndicat était de supprimer la concurrence que les grandes Compagnies de chemins de fer et la Banque d'Espagne se faisaient entre elles pour leurs achats respectifs de change sur l'étranger. Cette idée est excellente ; grâce au syndicat, les grands établissements, dont les besoins sont connus à l'avance des spéculateurs, peuvent à un moment donné se passer d'eux et utiliser pour les achats les époques où celui-ci sera le meilleur marché.

La spéculation n'aura plus comme clientèle directe que le commerce et la petite et moyenne industrie, dont les besoins sont plus variables, moins connus ; elle sera tenue à plus de prudence et, au premier abord, l'utilité de cette institution paraît indéniable.

Au début, tout se passa comme on le pensait, et la Banque put acheter à 32 0/0, taux qu'elle s'était fixé, à un moment où le change oscillait entre

32.15 et 33. Malheureusement, bon nombre de petits acheteurs ne pouvaient attendre les prix fixés par le syndicat et payaient plus cher. Cela augmentait pour ce dernier les difficultés de se procurer du change au taux fixé, et quoiqu'il ait cessé ses achats en février, la demande était tellement forte que son action sur le marché fut nulle et que, tout au contraire, quand, en avril, il dut les reprendre, il entraîna lui-même la hausse (36 0/0). Sous le ministère Villaverde, à la faveur de la baisse, le syndicat des francs put effectuer normalement ses achats. Mais quelque heureuse qu'ait été l'idée de sa fondation, il ne devait pas être renouvelé en 1904, parce qu'en réalité il n'avait pas suffisamment obvié à la difficulté qu'éprouvaient ses membres à se procurer du change.

Il n'avait fait qu'éviter entre eux la concurrence et ce n'était pas assez. Les spéculateurs s'étaient vite aperçus que les besoins périodiques des Compagnies étaient les mêmes ; la personne de l'acheteur seule avait varié. Mais malgré son échec, le syndicat des francs avait rendu service au change, par la constitution de sa réserve, et s'il n'avait pas entraîné la baisse, il avait en tout cas fort probablement évité une nouvelle hausse.

Ainsi que le dit M. Théry, son tort était d'être « une institution privée se bornant à acheter », tandis que pour peser sur les cours d'une marchandise, il faut en offrir. Au fond, le syndicat a

surtout agi par la crainte que l'on a eue de lui ; mais les besoins étant connus et à peu près fixes, cette appréhension fut de courte durée. Cet essai mérite tout de même d'être retenu ; il indique la possibilité et même la nécessité d'une création d'Etat, puisque cette mesure était la seule qu'aient pu prendre des particuliers. Cela permettait de conclure qu'un établissement, non plus privé, mais sous la direction du Trésor, et capable non seulement d'acheter, mais d'offrir à un certain prix sa marchandise, le change, s'imposait si l'on voulait enrayer la hausse.

Payement en or des droits de douane. — Cette mesure faisait partie du projet de M. Urzaiz et devint la Loi du 23 février 1902 (1). Le Trésor s'était décidé à établir le payement en or des droits de douane pour subvenir à ses besoins extérieurs sans avoir à supporter la prime du change.

Pour ne pas trop aggraver les tarifs douaniers, on consentit des réductions sur les tarifs antérieurs, en rapport avec le taux moyen du change sur l'étranger, suivant une échelle partant de 40 0/0 pour descendre jusqu'à 10 0/0, taux à partir duquel il n'était plus fait aucune réduction.

On obtenait ainsi le double résultat de ne pas

(1) Bulletin de la Chambre de Commerce française de Barcelone, Mars 1902.

gêner le commerce et d'atteindre le but qu'on se proposait, qui était de procurer au Trésor des recettes en or.

Celui-ci put même, grâce à une série de budgets normaux, utiliser l'or qui lui arrivait par cette voie, non seulement pour les services de sa dette extérieure, mais aussi pour la constitution d'une réserve or en vue de réformes monétaires possibles.

On a beaucoup discuté cette mesure, qui obligeait les importateurs à payer les droits dans une monnaie qui faisait prime et par laquelle ils avaient à supporter la perte au change dans deux circonstances : d'abord pour régler leurs achats à l'étranger, ensuite pour acquitter les droits en or.

Mais d'une façon générale, on peut dire, surtout en considérant le judicieux emploi qui a été fait plus tard de la réserve acquise par le Trésor, que le payement en or des droits de douane a eu d'excellents résultats.

Il faut en outre remarquer que les marchandises qui produisent la plus grande partie des droits de douane payés en or, le pétrole, le blé, le charbon, sont importées par des entreprises très puissantes, qui ont l'habitude d'acheter du change et le font avec beaucoup d'habileté.

D'ailleurs, si cette mesure alourdissait le marché du change en augmentant les besoins des importateurs, elle le déchargeait d'un autre côté, car

grâce à l'or ou aux traites sur l'étranger qu'il recevait, le Trésor cessait désormais d'être acheteur. Enfin, on atteignait la spéculation à la hausse, qui n'avait plus à compter sur les besoins connus et inévitables du Trésor. On peut dire aussi que le payement en or des droits de douane devait agir comme un surcroît de protection nationale, puisqu'on grevait les produits importés, en plus du tarif douanier de la somme représentant le prix du change. C'était un moyen d'encourager l'agriculture, le commerce et l'industrie du pays, dont l'accroissement était le seul moyen d'opérer un revirement durable dans la balance des comptes.

Enfin et surtout, l'or était *concentré* dans les mains du gouvernement, qui non seulement n'avait plus à acheter du change, mais qui *pourrait, lorsque la réserve serait suffisante, en offrir.*

Quand le Trésor a utilisé cette réserve en faveur du change, on a prétendu qu'il ne faisait que rendre d'une main ce qu'il avait pris de l'autre. En réalité, il faisait mieux et tout autre chose. Si le syndicat des francs avait échoué, c'est qu'il s'était borné à agir sur la demande et non sur l'offre ; *le Trésor, au contraire, peut, à cause de l'importance de sa réserve, au moment où il livre du change, obliger les autres vendeurs à céder au même prix que lui. Il rend ainsi la spéculation extrêmement timide, et c'est par là qu'il agit sur la baisse.*

II. — 1905 a 1910.

L'année 1904 s'était terminée avec une baisse (34.20) ; nous retrouvons, en 1905, le même mouvement. Nous assistons même à une débâcle de la spéculation. Les cambistes recommencent à vendre le papier sur l'étranger au jour le jour. Il faut, paraît-il, en voir la raison dans l'état de la place de Paris et dans la restriction générale des affaires. On sait également que le Trésor est décidé à venir en aide aux importateurs. Il faut ajouter que la nouvelle arrivée de M. Villaverde au ministère et son désir de faire voter le projet déjà déposé aux Cortès peuvent avoir inspiré de nouvelles craintes aux spéculateurs.

Malgré une légère hausse en avril (32.45), la baisse générale se maintient ; le Trésor y contribue en négociant des chèques par l'intermédiaire de la Banque d'Espagne.

La passage de M. Villaverde au ministère est d'ailleurs marqué par la réalisation d'une partie de son programme, qui consiste à rembourser les pagares de la Banque par l'émission de 200 millions de bons du Trésor. Comme nous l'avions constaté au début de l'année, les offres de papier étranger sont abondantes, et les gros acheteurs tentent un coup pour faire effondrer les prix : c'est

l'abstention. Cette tentative, secondaire et momentanée, paraît avoir eu une légère influence sur la baisse.

La même tendance se poursuit en 1906. Il y a toujours, vague, sur le marché, l'appréhension de réformes monétaires, et, d'une façon plus immédiate, l'intervention probable du Trésor en cas de hausse. En février, le cours du change atteint même 16.65. La raison de cette baisse est la création, à ce moment, d'une quantité de papier beaucoup plus forte que celle que l'on a l'habitude de voir (3.795.000 francs et 56.000 livres sterling du 23 février au 2 mars, et dans la semaine qui suit, 4.175.000 pesetas et 31.000 livres sterling). Il paraît fort douteux que tout ce papier ait une origine purement commerciale. On se trouve, en réalité, en présence d'une spéculation sur des titres négociables à l'étranger, et ensuite d'une réalisation du produit de leur vente, dont une partie seulement rentre en Espagne, et l'autre reste à Paris ou à Londres pour compte espagnol; les titulaires de comptes commerciaux gardant leurs pesetas pour les revendre à la hausse.

Le gouvernement a tenu à maintenir la baisse produite par ce mouvement en négociant du change toutes les fois qu'une légère hausse se manifestait. En mai, la Banque offrait même, malgré le peu de demandes, le chèque sur Paris à 12 0/0.

Il y a abondance de papier sur le marché. La

baisse continue en mai, bien que les ventes atteignent en une semaine 5 millions et 45.000 livres sterling, ce qui est au-dessus de la moyenne. A ce moment, certains acheteurs croyaient que le change allait descendre à 5 0/0 et attendaient pour acheter.

Le changement de ministère, en juin, vient confirmer l'inquiétude que l'on avait ressentie d'une baisse aussi brusque. On essaye d'enrayer le mouvement qui se produit en livrant de l'or. Les ventes du Trésor ne servent qu'à empêcher la hausse. Le marché est énervé et on ne pratique pas moins de 30 cours différents en une semaine. Le chiffre des affaires dépasse en une semaine 13 millions 5 et 44.150 livres sterling, ce qui est certainement au-dessus des besoins. On se trouve en présence d'une spéculation à la hausse et d'une à la baisse, et il est difficile de dire quelles sont les demandes nées de chiffres normaux. Mais si on réfléchit qu'un grand nombre de commerçants ont acheté à découvert pour leurs payements en escomptant la baisse annoncée à bref délai, on peut conclure à la persistance des demandes. S'il n'y a pas eu hausse à la fin de l'année, c'est que le Trésor a constamment livré du change.

Il a hebdomadairement cédé des sommes dont on ne connaît pas encore le total, mais qui ont atteint 500.000 francs par semaine et plus. Nous nous trouvons en présence du bureau de change projeté par

M. Villaverde, mais sans base de change fixe. Son seul effet, pour le moment, est uniquement d'enrayer la hausse, et non de faciliter la baisse.

En 1907, malgré les efforts du Trésor, nous assistons à une hausse qui se manifeste assez sérieusement en mars (8.20 en décembre 1906 et 11.25 en mars 1907) et dure jusqu'en septembre. Les arbitrages sur valeurs étrangères et chemins de fer, qui ont agi, en 1906, sur la baisse, se sont terminés par des différences à payer, et, à ce moment, la prime du change s'est élevée. De plus, dès qu'en janvier le mouvement s'est dessiné, on a noté que les demandes ont été plus fortes. Ce n'est pas que les besoins aient augmenté, mais l'éducation des petits capitalistes commence à se faire ; ils savent que le change ne s'arrêtera pas à ce petit mouvement et ils essayent de profiter des moindres différences. Les spéculateurs de Barcelone, toujours à la hausse, absorbent par leurs achats de Nord de l'Espagne et de Sarragosse, une partie du papier négociable à l'étranger. De plus, le ministre des finances, M. Osma, n'est pas partisan de l'intervention. Il ne livre que le moins possible du change. On n'enregistre chaque semaine que des mouvements très faibles. Le Trésor n'a donc actuellement aucune influence sur le marché et les sommes qu'il livre sont dépensées en pure perte.

A ce moment, tout le monde est d'accord pour reconnaître que si on livrait du change en quan-

tité suffisante, étant donné que les motifs de hausse ne sont pas très graves, le change ne subirait pas des oscillations aussi étendues que celles auxquelles on assiste, puisqu'il est passé, de 8, au début de l'année, à 14.

Heureusement, le public, impressionné par l'amélioration de 1906, est absolument persuadé que la monnaie espagnole vaut le pair. Il ne se rend pas compte des causes internes et externes de hausse et accuse le ministre d'incapacité. Il vaut mieux qu'il en soit ainsi : cette idée peut favoriser une baisse, probable en septembre, au moment des récoltes, où le mouvement d'exportation est plus caractérisé. C'est ce qui est d'ailleurs arrivé, et les cours tombèrent de 14.50, en août, à 12 et 12.50 en septembre, pour reprendre à 13.75 en décembre. Les reproches de M. Maura au ministre des finances ont décidé d'ailleurs ce dernier à négocier du change.

Nous retrouvons, au début de 1908, un courant de hausse, dû, semble-t-il, à la diminution de la production des métaux et surtout à l'affaiblissement de leurs prix. On fait valoir à ce moment que si le Trésor cesse de livrer du change, ce dernier monte. Cela n'a rien d'anormal, les ventes du Trésor à un prix fixé constituant une base des prix; de plus, le jour où le Trésor ne livre pas de change, il encaisse tout de même en moyenne dans ses bureaux 400.000 francs d'or par le payement des

droits de douane qu'il a été indispensable de prélever quelque part S'il prend d'un côté et qu'il ne rende rien de l'autre, il ne faut pas s'étonner de ce que, si le même jour la demande de change est moyenne, les vendeurs fassent payer plus cher leur marchandise.

La crise américaine n'a pas été tout à fait étrangère à la hausse de 1908. Il est certain qu'on en a ressenti les effets à Barcelone, avec quelques faillites qui ont amené des retraits de fonds chez les banquiers. Il en a été de même à Bilbao, où les navires désarmaient.

La Banque d'Espagne a tâché de remédier à la crise en augmentant la proportion des ouvertures de crédit à Barcelone et des prêts sur titres des chemins de fer du Nord de l'Espagne et de Saragosse, dont son portefeuille était très garni.

Il y a eu également à ce moment beaucoup de réalisations de compte sur l'étranger, les titulaires craignant de négocier à des taux moins avantageux s'ils attendaient les échéances. Les spéculateurs ont peur des vagues projets que l'on agite pour rétablir le pair. Du reste, à chaque changement de ministère, les craintes se renouvellent et il y a eu changement en janvier.

La seconde partie de 1908 est à peu près remplie d'abord par une vaste spéculation à Madrid sur les valeurs de chemins de fer, et les offres des spéculateurs ont été suffisantes pour que le Trésor

n'ait guère à intervenir, et ensuite par une opération de retrait de monnaie illégale. Cette mesure a beaucoup plus impressionné l'opinion qu'elle ne le méritait. Le ministre des finances, M. Bessada, est tout à fait partisan des idées de M. Villaverde. Il y a donc eu amélioration des prix (11,60 en octobre au lieu de 14,90 en mars), quoique la baisse du prix des métaux et la mévente des oranges n'aient pas amené en Espagne les sommes auxquelles on était habitué.

La baisse continue en 1909 progressivement et atteint 9,45 en juin. Elle paraît devoir être durable; en tout cas, les oscillations du change espagnol vont sans cesse en diminuant. Même quand nous indiquons une hausse, il ne saurait être question des variations d'il y a trois ou quatre ans. Le cours de 15 à 16 0/0 constitue une hausse et aurait pu presque être assimilé au pair en 1898 et 1900.

Les négociations du Trésor continuent, et on prête au ministre l'intention d'augmenter le compte or du Trésor. Le malheur est que cet or soit pris aux importateurs ; il est vrai qu'on leur a ouvert des crédits spéciaux à la Banque d'Espagne. On négocie même parfois plus d'or que n'en produisent les droits de douane. C'est un véritable coup porté à la spéculation, et tous les banquiers qui reçoivent de leurs clients des chèques sur l'étranger les négocient immédiatement.

Le ministre des finances aurait même pu, paraît-

il, amener facilement une baisse plus considérable. Il ne l'a pas fait parce qu'il faudrait pouvoir être sûr de la maintenir au prix acquis, ce qui impose la nécessité d'augmenter l'encaisse or et d'attendre le moment où elle sera suffisante. Il doit aussi, seconde raison très importante, tenir compte du nombre d'industries agricoles ou manufacturières pour qui la baisse de la prime de l'or a été des plus ruineuses; elles ont pris naissance grâce à la protection du prix du change et seraient très compromises par une nouvelle réduction de la marge entre la monnaie espagnole et la monnaie étrangère. Les embarras ainsi causés par l'amélioration de la peseta, ont été signalés en Espagne assez souvent, et il faut donner le temps au prix des fermages et autres contrats de reprendre leur cours naturel.

En janvier 1910, nous trouvons le change à 7,20, les cours conservent pendant toute la première moitié de l'année une tendance continue à la baisse, passant de 7,21 à 7,05 en fin janvier ; à 6,70 en avril, et 6,25 en mai, malgré des embarras budgétaires assez vifs.

Le Trésor continue d'ailleurs à vendre tout ce qu'il reçoit des droits de douane. Du reste, il peut à certains moments se passer de venir en aide aux importateurs, comme en mai 1910, sans que le change hausse. Mais à ce moment, l'intervention du Trésor, pour être purement morale, n'en est

pas moins efficace, parce qu'on sait qu'au-dessus du prix qu'il s'est fixé, il livrera du change, et la spéculation à qui on a déjà porté tant de coups se tient sur ses gardes.

A partir de juin 1910, on constate une légère hausse (7,75) sur les cours précédents. Mais actuellement, les causes en sont normales : indépendamment des 11 millions à envoyer à Paris, pour la participation espagnole à l'emprunt marocain, il y a eu des achats imposés à la Banque de valeurs américaines à cause du grand nombre de voyageurs pour l'Exposition de Buenos-Ayres.

Les cours se sont maintenus à ces prix, oscillant entre 7,75 et 7,50 jusqu'au 1er février 1911, où nous trouvons le change à 7,65. On ne prévoit pour le moment aucune raison particulière de hausse.

III. — Que doit-on conclure de l'amélioration du change ?

L'étude de la période contemporaine donne une idée exacte de ce qui s'est passé en Espagne dans ces derniers temps. Les faits recueillis au jour le jour dans une correspondance financière, entreprise sans idée préconçue et dans un simple but d'information, permettent de distinguer les réformes utiles de celles qui n'ont produit aucune amélioration

et d'aboutir à quelques conclusions intéressantes pour notre théorie.

Nous devons constater en premier lieu que l'on est arrivé à améliorer le change espagnol sans employer le remède unique préconisé par la théorie classique : la restriction de la circulation. Bien au contraire, la circulation fiduciaire a été augmentée de 228 millions, de 1899 à 1910. La circulation d'argent (sauf le retrait peu important de la monnaie illégale) est restée ce qu'elle était et a même augmenté. On voit même qu'il n'a jamais été sérieusement question de mettre en pratique l'idée que tout le monde trouvait excellente en théorie et que, si on a été longtemps persuadé que la dépréciation de la monnaie espagnole venait de la quantité, finalement on s'est bien gardé de la réduire.

Cette étude nous permet de nous rendre compte d'abord d'un facteur dont beaucoup d'auteurs ont méconnu l'importance : la spéculation. MM. Théry et Villaverde en avaient déjà indiqué le rôle dans la crise espagnole ; l'expérience de ces dernières années vient confirmer ce qu'ils avaient appris : toutes les fois que l'on a voulu améliorer le change espagnol, il a fallu lutter d'abord contre la spéculation.

On avait prétendu (1) que « s'il en résultait une

(1) Lacombe. Le change espagnol.

élévation anormale du change, elle ne résisterait pas aux premières mesures suffisamment énergiques prises pour remédier au mal ». C'était mal connaître la position des spéculateurs que de croire que ces mesures seraient faciles à prendre. Evidemment, l'appréhension des réformes effrayait toujours ceux pour qui la hausse du change était une source de bénéfices ; mais, comme pendant assez longtemps en Espagne, les réformes ont été un fantôme qu'on se contentait d'agiter de temps en temps, les craintes produites étaient passagères et le mouvement n'était enrayé que d'une façon momentanée. Même l'expérience du Syndicat des francs, qui semblait devoir produire d'heureux résultats, fut inutile et prouve bien comment on avait su rapidement voir le point faible de l'institution.

Une seule mesure devait porter à la spéculation un coup fatal, c'est *l'intervention du Trésor.*

Mais, si le Trésor a favorisé la baisse en limitant la spéculation, il a également agi parce qu'il a *mis à la disposition du public de la monnaie internationale.* La crise du change avait eu pour cause immédiate l'absence de monnaie extérieure en Espagne. Le Trésor, en livrant de l'or ou des chèques, l'avait rétablie, et *d'une manière beaucoup plus sûre que si elle avait circulé librement dans le pays, puisqu'il empêchait l'accaparement et*

était sûr qu'on l'employait uniquement pour les règlements extérieurs.

Pratiquement, on a pu assimiler l'intervention à peu près constante du Trésor de 1905 à 1910 à la création *d'un bureau de change*. Il y a, à vrai dire, une différence essentielle entre eux, c'est que le bureau de change livre du papier sur l'étranger, soit au pair, soit à un taux fixe et invariable, tandis que le Trésor, en Espagne, livrait du change à un taux variable suivant les époques et les circonstances.

Malgré cela, on peut dire que le Trésor a donné une norme au change. Si nous rappelons ce que nous avons déjà dit, nous trouvons que depuis la fuite de l'or de la circulation espagnole, il y a eu comme limite maxima du change, d'abord les valeurs mobilières et plus particulièrement l'Extérieure jusqu'au moment de la création de l'Affidavit, en 1899. De 1899 à 1905, il y a eu encore des valeurs mobilières ; toutefois, c'est le moment où la spéculation aurait été le plus libre si elle n'avait été limitée depuis 1901 par les tentatives de réformes qui n'ont pas abouti mais ont exercé cependant une action morale et ont empêché la hausse. Enfin, de 1905 à 1910, l'intervention directe du Trésor a constitué une véritable limite au prix du change.

Le fait que, seule, l'intervention de l'Etat pour mettre à la disposition du public une monnaie internationale a pu amoindrir la prime du change,

confirme bien l'idée que nous avions émise au début de cette étude : que, dans la dépréciation espagnole il s'agissait simplement d'une prime de la monnaie extérieure sur la monnaie intérieure, l'or, en général ; que la monnaie intérieure n'était nullement dépréciée en soi, ainsi qu'on l'avait cru, mais simplement par rapport à la monnaie internationale. En un mot, c'est bien parce que le change était instable par suite de l'absence de Gold-point, que la monnaie était dépréciée, et ce n'est qu'en améliorant les conditions du change qu'on a pu rendre, en partie, à la monnaie espagnole sa valeur.

IV. — Le commerce extérieur de l'Espagne pendant la période contemporaine

Mais si l'intervention du Trésor espagnol a été couronnée de succès, c'est également grâce à l'amélioration de la balance des comptes. Le change, avons-nous dit, dépend du rapport qui existe entre le stock de monnaie internationale *disponible* et la balance des comptes.

On a réussi à augmenter le stock de monnaie internationale disponible, mais le résultat n'aurait probablement pas été très grand si la balance des comptes ne s'était en même temps améliorée.

La première mesure qui contribua à son relève-

ment et dont nous avons déjà parlé, fut la création de l'Affidavit, qui diminuait la somme que l'Etat avait annuellement à payer en or et la faisait tomber de 78 millions environ à 40 (1).

La seconde fut l'amélioration de la balance du commerce. Il est difficile, pour ce qui concerne les années les plus rapprochées, de donner des chiffres définitifs, mais on doit constater qu'il y a eu pendant toute cette époque une amélioration constante. Ce mouvement a été d'ailleurs antérieur aux réformes et il est très caractérisé à partir de 1896, puisqu'à cette époque nous trouvons plusieurs années où l'Espagne est plus créditrice que débitrice du fait de son commerce. De 1902 à 1910, l'amélioration a continué comme précédemment, et l'année 1904, par exemple, est nettement favorable à l'Espagne.

Si nous nous basons sur les chiffres donnés par les exportations et les importations, nous voyons que la différence du côté des importations a été pendant la crise :

1883-1891. 630 millions,	moyenne ann.	80 millions
1892-1895. 314	—	78.5 —
1896-1902. 122	—	20.3 —
1902-1909. 325	—	40.8 —

Que l'amélioration du commerce extérieur ait

(1) Barthe y Barthe, *op. cit.*, p. 85.

précédé celle du change, cela n'a rien qui doive nous surprendre. Nous avons d'abord à tenir compte des événements qui se sont déroulés à cette époque et dont le change devait fatalement se ressentir.

D'ailleurs, un pays dont la balance des comptes est créditrice peut fort bien avoir un change défavorable. Il suffit, s'il ne possède pas des moyens de règlements internationaux suffisants, qu'il soit, à de certaines époques, débiteur pour que la spéculation qui détient la monnaie extérieure impose ses conditions. Nous possédons en ce sens l'exemple du Brésil, qui, quoique créditeur de l'étranger, a eu un change défavorable jusqu'au moment où le gouvernement a empêché l'accaparement des lettres de change, en les achetant lui-même et en échelonnant leur vente (1).

De même, en Espagne, malgré l'amélioration du commerce extérieur, la prime du change ne devait baisser qu'à partir du jour où l'Etat, par son intervention, réduisait la spéculation à accepter ses prix.

En résumé, sans affirmer que la balance des comptes de l'Espagne ait été depuis longtemps cré-

---

(1) C'est de cela que certains auteurs avaient déduit à tort que la balance des comptes est sans influence sur le cours du change. Voir plus haut, p. 25.

ditrice, nous pouvons dire qu'étant données l'absence d'or et l'importance de la spéculation qui a détenu pendant longtemps les moyens de règlement sur l'étranger, ce fait n'aurait rien de contradictoire avec un change défavorable.

CHAPITRE V

LES REMEDES DEFINITIFS

I. — Stabilisation ou retour au pair

L'amélioration actuelle a inspiré à beaucoup d'Espagnols l'idée que leur change pourrait facilement atteindre le pair. Leur confiance dans la valeur de leur monnaie s'était déjà manifestée au moment de la hausse de 1907. Actuellement, ils pensent qu'il suffirait de peu de chose pour mettre définitivement fin à la dépréciation.

Cependant, quand on veut procéder à des réformes monétaires, le retour au pair n'est pas la seule mesure que l'on puisse employer ; une seconde, plus simple, consiste à faire le sacrifice d'une partie de la dépréciation et à stabiliser à un taux différent de la parité ancienne.

A vrai dire même, la stabilisation paraît être la réforme essentielle. Chaque fois qu'un pays souffre d'une crise monétaire, on se plaint beaucoup plus

de l'insécurité qui résulte des variations brusques des cours que de la dépréciation elle-même.

« Rien n'est plus désastreux dans les affaires, dit M. Léon Say, que la crainte d'un changement dans la valeur d'un capital ; l'incertitude détruit les combinaisons et les empêche parfois de naître. Dans le doute sur la possibilité de continuer une affaire qui aurait pu être fructueuse, on s'abstient. » On retrouve les traces de cette incertitude en Espagne dans beaucoup d'articles de journaux. « Le péril, dit M. Pedro Estacen (1), consiste essentiellement dans l'instabilité du change. » — « Ce qu'il faut, écrit M. Delafeu Plana, c'est sortir des va-et-vient du change, chercher des moyens pour qu'il acquière la stabilité et la fixité sans se préoccuper de savoir s'il s'éloigne ou se rapproche beaucoup du pair. »

Il semble toutefois qu'en Espagne on aurait tort de se borner à cette mesure essentielle. En effet, la proximité actuelle du pair permet d'espérer qu'on pourrait l'atteindre facilement. D'autre part, le système monétaire théorique de l'Espagne étant celui de la plupart des pays européens, ropéens, il y a intérêt pour elle à ne pas détruire cette analogie en consacrant une partie de la dépréciation. Si l'on ajoute le souci moral d'une bonne

(1) Diario del comercio, juin 1901.

réputation monétaire, qu'un Etat a toujours intérêt à sauvegarder, on a un ensemble de raisons qui permettent de conclure que l'Espagne a intérêt plutôt au retour à la parité antérieure qu'à la stabilisation au taux actuel.

Faudrait-il, cependant, même si on en avait les moyens rétablir immédiatement le pair ? On doit en effet tenir compte de sa situation spéciale, créé à certains exportateurs par la hausse du change. Beaucoup ont vu leurs bénéfices diminués par l'amélioration actuelle, et déjà nous les avons trouvés, en 1906, réclamant et usant de toute leur influence pour empêcher les réformes ou obtenir des traités de commerce plus avantageux.

La prime du change avait en effet constitué pour un certain nombre d'industries manufacturières ou agricoles un bénéfice supplémentaire qui leur avait permis de naître ou de se développer. Et c'était une sorte de barrière à l'importation, puisqu'elle grevait les produits importés de certains frais, permettant ainsi aux produits nationaux de les concurrencer avec succès.

Elle constituait, d'autre part, pour les industries d'exportation, un supplément de bénéfices provenant de la vente des lettres de change.

Ces industries, déjà gênées par la réduction actuelle de la marge entre la monnaie espagnole et la monnaie étrangère, se verraient très compromises par une nouvelle baisse.

Autant la limite imposée aux bénéfices des spéculateurs paraît juste, autant il serait fâcheux d'anéantir l'unique bienfait qu'a pu apporter à l'Espagne la crise du change. L'encouragement donné aux entreprises industrielles et agricoles est un des facteurs qui a pu permettre à la balance commerciale de s'améliorer. On doit donc procéder à la réduction de la prime insensiblement et de manière à ne pas les atteindre.

II. — Les conclusions de la théorie classique

Nous pensons avoir démontré que la surabondance et la qualité de la circulation n'avait pas suffi à produire et par conséquent à expliquer la dépréciation espagnole.

L'expérience de ces dernières années indique nettement que le relèvement du change est indépendant de l'état de la circulation. En effet, les moyennes annuelles du change sont respectivement passées de 1898 à 1910, de 53,85 à 6,55, soit une amélioration de 47,30 0/0, et pendant le même temps la circulation s'est augmentée de 251 millions.

Il semble donc bien certain que l'amélioration du change est tout à fait indépendante d'une restriction monétaire. Tel est cependant le remède unique et définitif proposé par les auteurs qui ont admis la théorie quantitative.

L'amélioration actuelle étant postérieure à leurs divers projets, les auteurs qui ont préconisé ce procédé d'assainissement de la monnaie espagnole, ne pouvaient bénéficier de l'enseignement qui résulte de cette expérience récente. Mais même en se plaçant à l'époque où ils écrivaient, on doit reconnaître qu'ils n'expliquaient nullement comment la restriction monétaire pourrait ramener l'or en Espagne.

Il n'en est nullement question dans l'article de M. Germain, dont les intentions se bornaient à utiliser toute l'encaisse métallique pour incinérer 400 millions de billets.

MM. Urzaiz et Rodriganez, tous deux auteurs de projets d'amélioration du change en 1901 et 1902, n'en parlent pas davantage.

Ils se bornent à demander que le Trésor s'engage à ne plus frapper d'argent ; que la Banque d'Espagne revienne aux vrais principes de la Banque d'émission, et que, dans ce but, le Trésor lui assure son indépendance par le remboursement de ce qu'il lui doit. Enfin, la dernière mesure décisive qu'ils réclament est la restriction de la circulation fiduciaire.

« Il est assez démontré que c'est l'excès de circulation seul qui, en dehors de toutes considérations de garantie, est le facteur principal de

la hausse du change » (1), pour que le but de la loi soit de l'améliorer et surtout de la restreindre.

Ces mesures (dont quelques-unes, comme la libération de l'Etat envers la Banque et la suppression de nouvelles frappes d'argent, étaient indispensables) étaient-elles suffisantes pour ramener au pair le change et constituaient-elles des remèdes définitifs ?

Il est difficile de le croire. Du moment que tout le monde a admis qu'il n'y avait eu crise en Espagne qu'à partir du moment où l'or avait disparu de la circulation, un projet de réforme doit évidemment comprendre *la manière dont l'auteur pense que s'opèrera le retour de ce métal.*

Or, dans aucun de ceux qui nous ont été présentés, il n'en est réellement question. Restreindre la circulation, ce n'est nullement amener de l'or. On parle bien du retour automatique de la bonne monnaie, quand il n'existera plus de mauvaise pour la chasser ; mais, comme on néglige d'indiquer par quel mécanisme et pour quelles raisons s'effectuera ce retour, ce n'est pas un argument sérieux.

Ces auteurs n'ont pas suffisamment tenu compte du changement complet du régime monétaire résultant du passage de la plupart des Etats au mono-métallisme or ou au bimétallisme boiteux, qui

(1) Mitjavile. Thèse citée, p. 189.

a fait de toute question de change une question d'or.

Et surtout ils ont méconnu le rôle si important de la balance des comptes ; ils n'ont pas remarqué que, même en admettant que la balance des comptes espagnole soit en équilibre, il suffit, en l'absence de moyens de règlements extérieurs suffisants, qu'elle soit *en déficit à certaines époques de l'année*, — et cela se produit toujours — pour que la spéculation soit maîtresse des cours et fasse sentir son action toute l'année. Ils n'ont pas compris que le rétablissement du change dépend essentiellement de l'état de la balance des comptes et n'ont pas cru qu'il y a là une réalité contre laquelle est impuissant le jeu de leurs théories abstraites.

III. Conclusions tirées des expériences contemporaines

L'amélioration actuelle a été à peu près uniquement produite par l'intervention du Trésor qui, grâce au paiement en or des droits de douane, a livré des traites sur l'étranger et a pu limiter ainsi le prix du change en obligeant la spéculation à adopter les cours qu'il fixait.

L'amélioration ansi obtenue sera-t-elle durable et le gouvernement pourra-t-il, comme on le croit en Espagne, rétablir facilement le pair ?

Il est difficile de répondre à cette question, qui sort des limites de l'expérience, surtout si l'on remarque que l'intervention du Trésor n'a été soumise jusqu'ici à aucune obligation, et que l'importance des sommes livrées a dépendu de l'opinion des divers ministres sur l'utilité de cette mesure. Toutefois, il est permis de l'espérer, si l'on tient compte d'abord de la baisse actuelle et ensuite du fait que les pays qui ont procédé aux réformes monétaires les plus récentes, n'ont pas agi autrement.

Les uns, comme l'Argentine (1), ont stabilisé leur change au moyen d'une *caisse de conversion* officielle, et le rôle qu'a joué cette institution dans le pays a été suffisamment important pour que nous l'examinions dans le détail.

Les auteurs de la réforme, dominés encore par les idées classiques, fondèrent, au moment de la crise de 1890, qui amena la débâcle d'un certain nombre de banques et la dépréciation de la circulation fiduciaire, une caisse de conversion, dans le but d'abord de changer la monnaie intérieure en monnaie extérieure, mais surtout d'amortir graduellement le papier-monnaie.

L'établissement n'eut guère de succès au point de vue de la conversion ; les fonds qu'on lui attribua furent tout à fait insuffisants et employés presque exclusivement à la seconde partie de la réfor-

(1) Lewandowski. L'Argentine au XX^e^ siècle, Paris, 1909.

nie, l'amortissement. De ce côté, l'échec fut complet, et les sacrifices que l'on s'imposa pour incinérer quelques millions de papier (4.800.000 pesos en 2 ans) furent anéantis par l'obligation où se trouva le Gouvernement d'augmenter la circulation fiduciaire d'environ 150 millions.

Mais en 1899, la loi sur la circulation fiduciaire sut rendre à la Caisse de conversion son véritable rôle. Elle fut chargée d'établir un bureau « pour échanger du papier contre de l'or et vice-versa », et en second lieu, on forma un fonds de conversion de la monnaie fiduciaire, auquel des ressources spéciales furent affectées.

M. Lewandowski constate qu'à partir de ce moment et surtout à partir de 1903, le rôle de la Caisse de conversion fut particulièrement important, son stock d'or s'étant d'ailleurs accru « grâce aux soldes favorables de la balance économique du pays et aux capitaux qui sont venus s'employer dans la République ». (2).

Quand le gouvernement Américain entreprit d'établir un échange stable entre les pays à monnaie d'or et les pays à monnaie d'argent, il employa un autre procédé consistant dans l'établissement à l'extérieur du pays à monnaie dépréciée, et dans le cas, des Philippines (1), une réserve d'or.

---

(1) Nogaro. Les dernières expériences monétaires et la théorie de la dépréciation.

(2) Lewandowski, *op. cit.*, p. 398.

l' s'engagea à fournir à un tarif fixe et identique des traites de New-York sur Manille et de Manille sur New-York ; ces dernières, achetées en argent philippin, étaient acquittés en or à New-York, précisément grâce à la réserve-or établie.

Des traites furent aussitôt demandées et vendues à Manille sur New-York, si bien qu'à un certain moment on s'aperçut qu'il devenait urgent que la réserve fût remplie par l'or que devaient verser à New-York les acheteurs de traites sur Manille.

Malheureusement il ne s'en présentait pas et l'on ne tarda pas à se rendre compte qu'on ne trouverait pas à vendre à New-York des traites sur Manille au taux fixé et on dut abaisser le taux des traites à New-York. La vente des traites devenait plus chère à Manille qu'à New-York, on consacrait donc une certaine dépréciation du peso philippin. L'expérience fut interrompue par la hausse de l'argent en 1906 ; on n'eut plus intérêt désormais à se procurer des lettres de change payables en or, puisqu'il était plus avantageux de se livrer à l'exportation du métal.

Elle fut suffisante pour mettre en évidence un facteur que les auteurs de réformes avaient négligé : la *balance des comptes*.

Si l'Argentine a vu son change s'améliorer dès que de fortes mesures furent prises pour entraver la spéculation, c'est grâce à l'essor économique du pays. Tout le monde le comprenait d'ailleurs, puis-

que déjà en 1892, le gouvernement à qui l'on reprochait de n'incinérer que des quantités de papier ridicules, faisait répondre par le ministre des finances : « que cette quantité était efficace pourvu que la production du pays augmente, que l'exportation dépasse l'importation, c'est-à-dire que les soldes internationaux soient en faveur de la République. »

De même, l'échec de la réforme des Philippines était dû à une balance déficitaire. Les Américains n'ayant pas de dettes à payer, n'achetaient pas de traites sur Manille.

Les réformes entreprises ne recevront donc leur application définitive en Espagne que si la balance des comptes est créditrice ou tout au moins en équilibre. MM. Théry et Villaverde n'ont pas discuté ce point, parce qu'ils sont persuadés que pendant la crise, il a dû sûrement en être ainsi. Il semble cependant, comme nous l'avons vu, d'après M. Barthe, qu'en réalité les déficits aient été très grands.

Il est possible d'ailleurs qu'il en soit autrement aujourd'hui. Nous avons déjà constaté un revirement en 1898, et le fait a pu se produire sans avoir d'action sur le change. Mais il ne faut pas oublier que dans un pays où les moyens de règlements extérieurs ne sont pas suffisants, il suffit qu'à certaines époques la balance soit défavorable

pour que la spéculation maintienne constamment les cours élevés.

Le rôle d'une caisse de conversion est précisément de ruiner la spéculation en mettant toute la monnaie extérieure à la disposition des acheteurs de traites sur l'étranger. L'intervention du Trésor a déjà atteint ce but, et on peut dire que l'établissement d'une caisse de conversion analogue à celle de l'Argentine n'est pas absolument indispensable. Cependant la création d'un bureau de change nous paraît être la première mesure à prendre pour rendre cette intervention obligatoire et régulière. Jusqu'ici, les sommes livrées ont été parfois insuffisantes et ont entraîné la hausse. L'intervention, pour être effective, doit être continue et pour ainsi dire automatique. Pour commencer, le Trésor doit continuer à se fixer à l'avance, suivant les circonstances et l'état économique du pays, un taux maximum du change à partir duquel il livrera des chèques. De cette manière, il augmentera son influence sur la baisse et aussi sur l'instabilité des cours, dont les commerçants se sont plaint autant que de la hausse elle-même.

Dans le même but et pour compléter la réforme, et notamment pour empêcher les spéculateurs de reconquérir leurs positions à un moment de crise, il semble qu'on devrait procéder ensuite à l'établissement d'un fonds de conversion distinct de celui

qui résulte simplement du payement en or des droits de douane.

A certaines époques nous avons vu le Trésor livrer tout ce que lui rapportaient les droits de douane. Il faudrait avoir une réserve proprement dite, alimentée par une opération financière quelconque : emprunt extérieur, qui aurait l'avantage d'agir momentanément sur la balance des comptes, stock d'or de quelques centaines de millions, que l'on pourrait se procurer en donnant en garantie le produit des mines d'Almaden, etc.

Pour augmenter la somme de monnaie extérieure disponible, on a demandé dans ces dernières années la suppression de l'Affidavit, cette mesure indispensable à l'époque où le change était à 38, le paraît moins aujourd'hui.

Cependant, nous avons vu l'importance du rôle de l'Extérieure pendant la crise et comme elle a limité en quelque sorte le scours du change. Il est certain qu'en dehors des considérations que ces droits leur ont fait valoir, la suppression de l'Affidavit équivaudrait à la création d'une monnaie internationale supplémentaire et constituerait à côté de l'intervention du Trésor une mesure secondaire, mais utile pour l'amélioration définitive du change.

---

(1) Villars. Le change Espagnol. *Economiste Européen*, 1906.

Monométallisme Or et Circulation de l'Or

Le projet de M. Urzaïz comprenait l'établissement lointain du monométallisme or. Ce système monétaire, qui a été adopté par différents pays, paraît être le régime moderne par excellence et donner toutes les garanties actuellement désirables

En réalité, outre que la démonétisation de l'argent serait excessivement onéreuse pour l'Espagne, elle a déjà entraîné pour les Etats qui l'ont adopté un certain nombre d'inconvénients. Un des plus connus, surtout pour les embarras qu'il a causés en Angleterre, provient de l'obligation pour la banque d'émission de rembourser intégralement les billets en or et de la difficulté qu'elle éprouve à garantir son encaisse en temps de crise.

La Banque d'Espagne serait ainsi amenée à laisser passer son or dans la circulation.

Cette mesure est possible, mais ne paraît pas actuellement prudente. Avant de remettre l'or en circulation, il faudrait être sûr de pouvoir l'y maintenir. Et on ne l'est pas suffisamment aujourd'hui. Malgré l'amélioration certaine de la balance des comptes, l'état de ses soldes annuels n'est pas encore suffisamment établi. Si, pour des règlements à opérer à l'étranger, une partie de l'or que l'on aurait mis en circulation sortait d'Espagne, il est

à présumer que la spéculation ne tarderait pas à s'emparer de ce qui resterait, comme elle l'a déjà fait, dans la dernière crise, et on retomberait dans les mêmes embarras.

D'ailleurs, la circulation absorberait la plus grande partie de l'or, et diminuerait d'autant le stock de métal jaune effectivement disponible pour les règlements à l'étranger. Le régime monétaire qui a été adopté dans les réformes les plus modernes, le système du Gold Exchange Standard, a, au contraire, pour but de conserver tout l'or disponible pour les payements de l'Extérieur. C'est là, tout au moins, pour des pays qui n'ont pas un stock d'or énorme une incontestable supériorité ; avec une même somme ils peuvent assurer bien plus longtemps la stabilité de leurs changes et la solidarité de leur système monétaire.

Les inconvénients de la mise en circulation de l'or ne sont compensés par aucun avantage très sérieux. Car si l'on sait que l'or est entre les mains du Trésor, si celui-ci satisfait, soit au pair, soit au taux fixé, à toutes les demandes qui sont formulées par le public, le change se maintiendra au même prix que si l'on utilise l'or dans le pays pour les transactions quotidiennes.

Malgré cela, il demeure certain que, quelle que soit l'importance de la réserve et les mesures prises pour la garantir, l'or ne restera pas et finira toujours par s'épuiser, si la balance des comptes

est d'une manière constante déficitaire. Et il paraît bien établi aujourd'hui que toutes les théories contraires sont illusoires.

Il faut donc, en dehors des mesures à prendre pour rétablir actuellement le pair et ramener l'or, s'occuper de le conserver, et on ne le fera que si, par l'encouragement donné à l'agriculture et à l'industrie nationales, on arrive à rendre et à maintenir créditeurs les soldes internationaux de l'Espagne.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages généraux

Arnauné. — La monnaie, le crédit et le change.
Goschen. — Théorie des changes étrangers.
Reboud. — Essai sur les changes étrangers.

Ouvrages spéciaux

Nogaro (Bertrand), professeur agrégé d'économie politique à l'Université de Montpellier. — Les dernières expériences monétaires et la théorie de la dépréciation. Edition de la Revue d'Economie internationale, Bruxelles, 1908.

— Le problème du change espagnol. Ed. de la Rev. Internat. d'Econ. politique. Bruxelles, 1910.

Lacombe (Eugène). — Le change espagnol. Ed. par Association nationale des porteurs français de valeurs étrangères. Paris, 1901.

Théry (Edmond). — Le problème du change en Espagne. Edit. de l'Economiste européen. Paris, 1901.

— La crise des changes. Edit. de l'Econ. europ. Paris, 1894.

— Faits et chiffres. La situation de l'Espagne après 1899. Edit. de l'Econ. Européen. Paris, 1899.

Routier (Gaston). — L'industrie et le commerce en Espagne. Paris, 1901.

Barthe y Barthe. — Estudio critico de la crisio monetaria. Mémoire présenté à l'Académie Royale des sciences morales et politiques. Madrid, 1905.

Villaverde. — Mémoire présenté à l'Académie Royale des sciences morales et politiques. Madrid, 1890.

— Projet de loi pour régulariser les changes extérieurs, pour procurer le rétablissement de la circulation et la libre frappe de l'or. Traduct. dans l'Economiste Européen. Juillet 1903.

Hennicke. — Die Entwicklung der Spanischen wahrung, de 1868-1906. Munich. 1907.

Heyn (Otto). — Kritische Erorterung des projekts der Beseidigung des Goldagios in Spanien. Jahrbucher fur Nationalœkonodie und statistik. 1903.

Lewandowski. — L'Argentine au XX^e siècle, 3^e édit Paris. 1909.

Mitjaville. — La crise du change en Espagne. Thèse Bordeaux, 1904.

Sanz y Escartin, membre de l'Académie des sciences morales et politiques de Madrid. — La monnaie et le change en Espagne, 1905. Trad. dans Economiste Européen.

Villars, directeur-honoraire de la Banque de Paris et des Pays-Bas, directeur de la Banque hypothécaire d'Espagne. — Le change espagnol, 1902. Ed. dans Economiste Européen.

Germain (Henri). — Lettre sur le change espagnol. Journal le Temps, 2 avril 1902.

Siegfried (Jacques). — Le change espagnol. Le Temps, 10 avril 1902.

Journaux et Revues.

Economiste Européen, Correspondance financière hebdomadaire, 1901-1910.

Montpellier, le 5 avril 1911
Vu, le Doyen,
VIGIÉ.

Montpellier, le 5 avril 1911
Vu, le Président de la Thèse
Jules VALÉRY.

Vu et permis d'imprimer:
Montpellier, le 5 avril 1911.
Le Recteur,
Ant. BENOIST.

TABLE DES MATIÈRES

CHAPITRE PREMIER

PAGES

Introduction 11

Régime monétaire de l'Espagne 14

Influence de la situation politique de l'Espagne . . 16

Qu'est-ce que la dépréciation? 17

CHAPITRE II

L'explication quantitative

Les faits. 21

L'explication quantitative. 22

CHAPITRE III

I. Causes qui ont entraîné le change au delà du gold-point 37

1° Fuite de l'or et le bimétallisme. 38

2° Balance des comptes. 39

II. Causes qui ont limité les oscillations du change . 48

Les valeurs mobilières et le change. 49

III. La question de la circulation 56

CHAPITRE IV

PAGES

L'amélioration actuelle. 61

I. 1902 a 1905 63

II. 1905 a 1910 73

III. Que doit-on conclure de l'amélioration actuelle du change ? 84

IV. Le commerce extérieur de l'Espagne pendant la période contemporaine 85

CHAPITRE V

LES REMÈDES DÉFINITIFS

I. Stabilisation ou retour au pair. 89

II. Les conclusions de la théorie classique 92

III. Conclusions tirées des expériences contemporaines. 95

IV. Monométallisme or et circulation d'or 102

Bibliographie 105